

São Paulo, 15 de novembro de 2024

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade

At.: Sr. Bruno Barbosa de Luna

E-mail: asa@cvm.gov.br

Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº01/24

Prezados Senhores,

1. A B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) submete a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários ao Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM nº 01/24, de 09.05.2024 (“Tomada de Subsídios”), que solicita a apresentação de manifestações acerca do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório (“AIR”) sobre Internalização de Ordens (“Edital”).

2. Esta manifestação está dividida nas seguintes partes:

Conceitos e Definições, com a lista de definições relevantes para o desenvolvimento desta manifestação.

Sumário executivo, com o resumo da argumentação e conclusões da B3 nesta manifestação.

Parte A – Considerações Iniciais, com o desenvolvimento dos impactos da internalização sob diferentes ângulos, incluindo referências a estudos realizados por terceiros e dados históricos próprios para estabelecer os fundamentos para conclusões e sugestões no tema da internalização.

Parte B – Resposta ao Edital, com as perspectivas adicionais àquelas trazidas nas Considerações Iniciais, como contribuição às indagações da CVM com relação aos pontos de concordância, divergência ou omissões da AIR.

Parte C – Objetivos Regulatórios e Conclusões Gerais, com o esclarecimento dos pilares fundamentais que, entende-se, devem ser perseguidos pelo mercado, retomada dos argumentos mais relevantes apresentados nesta manifestação e sugestões sobre o formato que eventual liberação da internalização de ordens poderia ter no Brasil em situações em que poderia auxiliar o desenvolvimento de mercado ou atender a necessidades específicas de investidores que não possam ser atendidas pelo mercado de bolsa.

3. Esta manifestação contém, ainda, os seguintes anexos:

ANEXO I: Metodologia Estudos B3;

ANEXO II: Relatório técnico ER DESK;

ANEXO III: Relatório técnico OXERA;

ANEXO IV: Relatório técnico ROSENBLATT;

ANEXO V: Nota técnica EIZIRIK ADVOGADOS;

ANEXO VI: Nota técnica L DIAS ADVOGADOS; e

ANEXO VII: Nota técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS.

Índice

Conceitos e Definições	6
Sumário Executivo	11
1. Internalização de ordens	12
2. Efeito nos custos diretos (custos explícitos)	13
3. Aumento dos custos indiretos (custos implícitos)	14
4. Impactos nos volumes e relevância do mercado brasileiro	18
5. Falta de evidências do impacto da internalização nas taxas de bolsa	19
6. Mesmo quem ganha, perde	20
7. Comparação simplista com <i>benchmarks</i> induz a erro	21
8. Incentivo à concentração no mercado de intermediários	22
9. Maior risco sistêmico com ampliação do conceito de internalização	24
10. Ferramentas de internalização em bolsa endereçam com vantagem as necessidades de mercado	25
11. Inadequação do ambiente experimental para internalização fora de bolsa	27
12. Conclusão	28
Parte A – Considerações Iniciais	29
1. Internalização no mercado de ações (<i>cash</i>)	29
2. Sobre a internalização de ordens	29
3. A internalização no mercado brasileiro	30
i. Ofertas RLP	31
ii. Ofertas Diretas	32
iii. Ferramenta de negociação de grandes lotes (solução de blocos)	35
4. Impossibilidade de adoção de ambiente experimental para a internalização fora de bolsa	37
5. Os mercados “ <i>Lit</i> ” e “ <i>Dark</i> ”	42
6. Seleção adversa	44
7. Impacto no <i>lit</i> da existência do mercado <i>dark</i>	44
8. A importância da diversidade de perfis	45
9. Competição e Internalização	48
10. Efeito da internalização em mercados com características distintas	50
11. Impactos e formatos na pós-negociação	52

12. Efeito “carona”	58
13. Conflitos de interesses	62
i. Prática de “cream skimming”	65
ii. Prática de preterição de ordens	65
iii. Execução subótima	66
iv. Incentivo à internalização sem limites	66
v. Direcionamento de fluxo em razão do PFOF	67
vi. Utilização da informação do fluxo em benefício próprio	68
vii. Agravamento de questões competitivas entre intermediários existentes	69
viii. Propensão a abusos	71
14. Custos com supervisão e observância	73
Parte B – Perguntas do Edital de Tomada de Subsídios	76
B.1 Problema Regulatório (inciso II do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)	76
1. Segmentação de Ordens e Efeitos no Preço	77
2. A necessidade de limites para o volume internalizado	78
3. O efeito da redução da diversidade para o <i>lit</i>	81
4. Custo Global para o Sistema	92
B.2. Fundamentação Legal (inciso IV do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)	94
B.3. Participantes Afetados (inciso III do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020)	105
1. CVM	105
2. Administradoras de mercados organizados	107
i. Bolsas	107
ii. Depositárias centrais	109
iii. Clearings	110
3. Investidores	111
i. Pessoas físicas	112
ii. Investidores institucionais	113
a. Particularidades do investidor institucional estrangeiro	118
b. Particularidades do investidor institucional com alocação passiva	118
iii. Formadores de mercado (locais e estrangeiros)	119
iv. HFTs	119
v. Tesourarias	120

4. Intermediários.....	120
i. Intermediários com foco no mercado de varejo.....	120
ii. Intermediários com foco no mercado institucional.....	122
C.4. Benchmark Internacional (inciso IX do Art. 6º do Decreto Nº 10.411/2020) .	124
1. Origens da internalização de ordens	124
2. Diferenças de tamanho dos mercados.....	126
3. Diferenças entre os modelos de internalização e suas complexidades	127
i. Modelo de "wholesaling"	128
ii. <i>Alternative Trading Systems (ATS)</i>	130
iii. <i>Single Dealer Platforms (SDPs)</i>	130
iv. <i>Manual Crossing and Principal Facilitation</i>	131
4. Comparativo internacional.....	133
5. Fragmentação de mercados na negociação e pós-negociação.....	133
6. Tendências de mercado e liquidez	136
7. Tendências regulatórias com os novos desafios	138
i. Introdução de regras para maior proteção do varejo	139
ii. Proibição do PFOF na Europa: caso alemão.....	141
Parte C – Objetivos Regulatórios e Conclusões Gerais	143
Objetivos Regulatórios.....	143
Conclusões Gerais	144

Conceitos e Definições

A AIR traz um conjunto robusto de definições. Nesta seção, não será repetida a maioria dos conceitos trazidos na AIR, mas serão incluídas as definições consideradas relevantes para desenvolvimento desta manifestação.

BOOK OF BLOCK TRADE (BBT): solução para negociação de grandes lotes implementada pela B3, que permite a negociação contínua de grandes volumes definidos pela CVM no art. 95, § 1º, da Resolução CVM 135, com possibilidade de ágio ou deságio em relação ao preço de referência (ou ao topo) do livro central.

BENS PÚBLICOS: aqueles que beneficiam todos os agentes, e não apenas os que incorreram em custos para a sua criação, desenvolvimento ou propagação. No contexto da internalização, trata-se especialmente da utilização do sistema de formação de preços e de dados dos ambientes transparentes (conhecidos como *lit markets*) por internalizadores que não incorreram nos custos de manutenção daquele sistema de formação de preços (*free-riders*).

CENTRAL DEPOSITÁRIA DE ATIVOS - CENTRAL SECURITIES DEPOSITORY (CSD): depositária central de ativos financeiros e valores mobiliários, que, nos termos da Lei nº 12.810, de 2013, é responsável pela guarda centralizada dos ativos financeiros e valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos. A depositária central detém a titularidade fiduciária dos ativos financeiros e valores mobiliários e é responsável por controlar a sua titularidade efetiva em nome de seus titulares finais.

CONTRAPARTE CENTRAL - CENTRAL COUNTERPARTY (CCP): entidade operadora de câmara de compensação e liquidação que atua como contraparte central e, nesse sentido, por meio de novação, assume o papel de contraparte perante compradores e vendedores em negociações com ativos financeiros e valores mobiliários, nos termos da Lei nº 10.214, de 2001. A principal função de uma CCP é mitigar o risco de contraparte, que consiste no risco de uma das partes envolvidas na transação não cumprir com suas obrigações de pagamento.

CREAM SKIMMING: também conhecido como "seleção dos melhores", é um conceito no mercado financeiro que se refere à prática de selecionar e atender apenas os clientes ou segmentos mais lucrativos e/ou menos arriscados, deixando os menos lucrativos e/ou mais arriscados para outros participantes do mercado.

DARK MARKET / POOLS: mercados *dark*, também chamados de ambientes opacos de negociação, onde a transparência das negociações antes e, às vezes, após sua

execução é parcialmente ou completamente eliminada. Nesta manifestação, a referência "*Dark Pool*" trata de mecanismos opacos fora de bolsa.

DELIVERY VERSUS PAYMENT (DVP): mecanismo que assegura que a entrega de um ativo negociado ocorra simultaneamente e de forma condicionada à correspondente transferência do valor financeiro devido, mitigando o risco de principal de uma transação.

FERRAMENTAS DE INTERNALIZAÇÃO EM BOLSA: compostas das ofertas direta e RLP disponibilizadas no sistema de negociação da B3, que são ofertas que não possuem transparência pré-negociação, possuem transparência pós-negociação completa e imediata, e, apesar de não participarem do processo de formação de preços, são referenciadas nos preços do topo do livro central de ordens. Os regulamentos da B3 definem os limites e condições destes tipos de ofertas.

FERRAMENTAS QUASI INTERNALIZAÇÃO EM BOLSA: compostas das soluções para negociação de grandes lotes disponibilizadas no sistema de negociação da B3, que se diferenciam das Ferramentas de Internalização em Bolsa por poder sofrer interferência e oferecerem acesso irrestrito aos investidores.

FLUXO INFORMADO: ordens de investidores que possuem um nível elevado de conhecimento e informações sobre os ativos negociados. Esses investidores, geralmente institucionais, têm acesso a análises detalhadas que lhes permitem tomar decisões de negociação mais informadas.

FLUXO MENOS INFORMADO: ordens de investidores que possuem um nível menor de conhecimento e informações sobre os ativos negociados, também chamado pela literatura de "não informado" ou "benigno". Esses investidores, frequentemente de varejo, não têm acesso às mesmas informações detalhadas ou análises que os investidores institucionais possuem sobre esses ativos, normalmente não realizam modelagem preditiva de preços de curto prazo nem compram ou vendem em quantidades tão grandes a ponto de afetar o preço do instrumento que estão negociando.

FLUXO UNIDIRECIONAL: no contexto desta manifestação é a possibilidade de acúmulo de posições pelo provedor de liquidez em razão do fluxo de um determinado perfil de clientes informados ser majoritariamente de compra ou majoritariamente de venda.

FORMADORES DE MERCADO (MARKET MAKERS): instituições que se comprometem a comprar e vender ativos ou derivativos financeiros atuando com

parâmetros pré-definidos, em um mercado específico. Seu papel é essencial para garantir a liquidez e a eficiência dos mercados.

INVESTIDORES DE ALTA FREQUÊNCIA – HIGH FREQUENCY TRADERS (HFTs): empresas que utilizam algoritmos e tecnologias avançadas para realizar um grande volume de transações nos mercados de tela em altíssima velocidade.

LIT MARKET: ambientes transparentes de negociação (também chamados de mercados *lit*), onde a transparência das negociações antes e após sua execução é completa e imediata. Os mercados de bolsas são reconhecidos como um exemplo de *lit market*.

MIDPOINT: solução para negociação de grandes lotes implementada pela B3, utilizada para facilitar a execução de ordens em condições que sejam mais justas e equilibradas para ambas as partes envolvidas na transação. Nessa solução, o preço de execução é calculado como a média aritmética entre o preço de compra (*bid*) e o preço de venda (*ask*) no livro de ofertas.

NATIONAL BEST BID OFFER (NBBO): melhor preço disponível para a compra e venda pelo cliente de um ativo no território nacional. Geralmente obrigatório nas jurisdições onde há fragmentação de mercado, o NBBO é calculado de forma contínua com base nos preços em tempo real disponibilizados por diferentes *venues* (geralmente bolsas de valores e plataformas multilaterais de negociação) a um agente consolidador de dados com o objetivo de facilitar a descoberta de preços e assegurar que os investidores tenham acesso aos melhores preços disponíveis e, assim, garantir a melhor execução de ordens. No contexto desta manifestação, o NBBO será utilizado como *proxy* do preço referência para observação da exigência de melhor execução em um cenário de internalização.

OFERTAS TAKER E MAKER: ofertas *taker*, também conhecidas como agressoras, são as ofertas que ingressam no livro e fecham o negócio imediatamente com uma oferta existente e ofertas *maker* são as ofertas disponíveis no livro, ou seja, as cotações existentes.

OFERTA DIRETA: oferta composta por uma oferta de compra e uma oferta de venda de determinado ativo ou derivativo, registradas simultaneamente por um mesmo preço e pelo mesmo participante no ambiente de negociação, representando, simultaneamente, o comitente comprador e o comitente vendedor, respeitando os preços do topo do livro e as regras específicas de melhora de preço a depender da circunstância (regras descritas na parte A desta manifestação).

OFERTA RLP (*RETAIL LIQUIDITY PROVIDER*): oferta que tem como objetivo fornecer liquidez para parte do fluxo de ofertas agressoras de clientes de varejo e que só pode ser agredida por oferta de clientes de varejo do seu intermediário, por mesmo preço ou preço melhor que aquele disponível no mesmo lado do livro central de ofertas.

PAPEL DE AGENTE E PAPEL DE PRINCIPAL: os conceitos de "agente" e "principal" referem-se a diferentes papéis que uma entidade pode desempenhar ao executar transações para clientes. A instituição se comporta como "agente" quando executa a transação em nome de um cliente, sem assumir risco associado à transação e apenas facilitando a negociação entre compradores e vendedores. A instituição age como "principal" em uma transação quando compra ou vende o ativo para sua conta proprietária, assumindo o risco da transação.

PAYMENT FOR ORDER FLOW (PFOF): prática no mercado financeiro em que um intermediário recebe remuneração de outra instituição ou investidor, usualmente um formador de mercado, para direcionar as ordens de seus clientes para execução por essa entidade específica. Em outras palavras, o intermediário vende o fluxo de ordens de seus clientes para certos *market makers* ao invés de enviar essas ordens diretamente para a bolsa ou para outros locais de execução de ordens.

PROPRIETARY TRADING GROUPS (PTGs): são empresas que realizam negociações financeiras utilizando capital próprio, e não de terceiros (gestão). Os PTGs normalmente são HFTs pois frequentemente utilizam estratégias avançadas, incluindo algoritmos, análise técnica, e arbitragem para executar suas operações de forma mais eficiente.

REQUEST FOR QUOTE (RFQ): solução para negociação de grandes lotes implementada pela B3, que permite que os investidores realizem uma solicitação de cotação ao mercado, recebendo uma resposta dentro de um tempo limite e com possibilidade de ágio/deságio em relação ao livro central.

SELEÇÃO ADVERSA: conceito econômico e financeiro que descreve uma situação de assimetria informacional entre duas partes de uma transação, que resulta em uma parte tendo maior probabilidade de encontrar uma contraparte mais bem-informada na negociação, levando a uma distorção no mercado.

SPREAD ABERTO: quando o spread (diferença entre o preço de compra e de venda) praticado no livro central é igual a dois ou mais *tick sizes*, conceito descrito adiante.

SPREAD FECHADO: quando o spread praticado no livro central é igual a um *tick size* (descrito adiante), ou seja, a menor diferença possível entre a cotação do preço de compra e de venda.

SERVIÇO DE LIQUIDAÇÃO - SETTLEMENT SERVICE SYSTEM (SSS): sistema utilizado para a liquidação de pagamentos, títulos, valores mobiliários e outras transações financeiras, garantindo o DVP.

SLIPPAGE: a diferença entre o custo implícito esperado de uma transação e o preço pela qual ela é efetivamente executada em razão de fatores como falta de liquidez, quando o volume disponível no topo do livro não é capaz de preencher a ordem, tempo de execução e volatilidade do ativo.

TICK CONSTRAINED: ativo cujo preço de negociação é limitado pelo “*tick size*”.

TICK SIZE (TICK): valor mínimo de acréscimo ou decréscimo do preço (apregoação) de um ativo pelas regras operacionais da bolsa onde o ativo ou derivativo é listado.

TRANSPARÊNCIA: a transparência na negociação de ativos refere-se à disponibilização de informações sobre oportunidades de negociação (transparência pré-negociação) e sobre transações recentemente fechadas (transparência pós-negociação).

VALOR MÉDIO NEGOCIADO DIARIAMENTE (AVERAGE DAILY TRADED VALUE - ADTV): medida que reflete a média diária do valor financeiro negociado de um determinado ativo ao longo de um determinado período.

VOLUME MÉDIO NEGOCIADO DIARIAMENTE (AVERAGE DAILY VOLUME - ADV): medida que reflete a média diária da quantidade negociada de um determinado ativo ao longo de um determinado período.

WHOLESALE: entidade que, no mercado americano, atua como intermediário na compra e venda de grandes volumes de títulos ou valores mobiliários, como ações e papéis de renda fixa, provendo liquidez para os fluxos de clientes próprios e principalmente comprando fluxos de outras corretoras (via PFOF).

Sumário Executivo

Em 9 de maio de 2024, a CVM publicou o Edital de Tomada de Subsídios com o Relatório Parcial de AIR sobre a internalização de ordens, convidando todo o mercado a apresentar suas ponderações e comentários acerca do referido Relatório Parcial de AIR e, assim, participar de um exercício amplo junto ao regulador para a melhor compreensão quanto as implicações e os impactos da introdução de mecanismos de internalização de ordens no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Com o objetivo de contribuir para a discussão e ajudar no aprofundamento sobre o tema da internalização de ordens, a B3, amparada em sua missão de desenvolver o mercado financeiro brasileiro e ciente dos interesses das diferentes classes de investidores e intermediários no tema, pretende nesta manifestação apresentar sua visão sobre a internalização de ordens, pautando-se na defesa das regras e estruturas vigentes que, no seu entendimento, beneficiam os investidores e aumentem a relevância e a confiança no mercado brasileiro.

A análise depreendida trará dados, argumentos da literatura global, estudos próprios e de terceiros e focará em explorar os vários possíveis efeitos da adoção da internalização de ordens no mercado brasileiro, que vão além das conclusões e impactos de primeira ordem que muitas vezes são propagados e tendem a simplificar um tema que é extremamente complexo e merece um estudo cauteloso, especialmente em razão das potenciais consequências para os diversos *stakeholders* e para o desenvolvimento e relevância do mercado de capitais brasileiro.

Com base nestas análises e informações sobre as jurisdições em que a internalização é permitida e levando em consideração as características da estrutura do mercado brasileiro, a B3 analisa nesta manifestação os pontos positivos e negativos e explora as razões pelas quais acredita que a internalização de ordens pode trazer benefícios e endereçar determinadas demandas de mercado, desde que implementada de maneira controlada (com limites adequados) e dentro de um ambiente de bolsa (privilegiando a liquidez no livro central), transparente, regulado, e que garanta amplo acesso, tratamento isonômico e a preservação da diversidade de perfis no livro necessária para manutenção da qualidade do mercado e do saudável processo de formação de preços, evitando a tentação de adotar uma solução sem que haja, primeiramente, um real problema a se resolver no mercado brasileiro, e, em segundo lugar, que resulte em conferir benefícios individuais e de curto prazo para certos grupos em detrimento do aumento de custos, deterioração dos indicadores e redução da relevância do mercado brasileiro como um todo.

1. Internalização de ordens

A internalização é a interposição de um intermediário em uma negociação que, de outra forma, seria enviada para um livro central de ordens, onde poderia encontrar contrapartes diferentes para sua execução e fazer parte do processo de formação de preços do mercado.

Esta interposição pode ocorrer com o intermediário facilitando o encontro de ordens de clientes de sua base que estejam em pontas opostas (no papel de agente), fechando-as contra a sua conta proprietária (no papel de principal), ou vendendo-as a um terceiro que realiza a internalização contra sua conta proprietária (o chamado *Payment For Order Flow*, ou PFOF).

Como as ordens internalizadas são executadas fora do mercado transparente ou *lit*, que se submete a um regime de ampla transparência, acesso universal e que é sujeito a regras mais rigorosas de divulgação e *compliance*, os ambientes onde a internalização de ordens ocorre são conhecidos como ambientes opacos de negociação (*dark pools*), nos quais a transparência pré-negociação (disponibilização de informações oportunas para a negociação) e pós-negociação (transparência sobre as operações efetivamente fechadas) é parcialmente ou completamente eliminada e existe a possibilidade de discriminação de acesso aos investidores.

Apesar de não estar textualmente delimitado na AIR, a internalização de ordens fora de bolsa nos mercados onde é permitida ocorre, em quase sua totalidade, em instrumentos *cash* (ações, *units*, valores mobiliários representativos de ações e cotas de fundos negociadas em bolsa), devido à fungibilidade característica destes instrumentos, de forma que será este o escopo da análise desta manifestação.

A internalização efetivamente segmenta e segrega o fluxo de certos perfis de investidores e impede que determinadas ordens interajam com ordens de outros tipos de investidores no livro central e façam parte do processo de livre formação de preços.

Tradicionalmente, o intermediário tende a internalizar as ordens de clientes menos informados (identificados pela literatura financeira como os investidores de varejo, que possuem um nível menor de conhecimento e informações sobre os ativos negociados e não têm acesso às mesmas informações ou análises que os investidores institucionais possuem) e evita internalizar as ordens informadas (de investidores institucionais), praticando o "*cream skimming*", para reduzir o efeito da seleção adversa e maximizar seu lucro ao mesmo tempo que minimiza os riscos associados ao processo de internalização.

A chamada seleção adversa é o conceito econômico e financeiro que descreve uma situação de assimetria de informações em que uma parte de uma transação está sujeita a encontrar uma contraparte mais bem informada em uma negociação, o que pode impactar adversamente a formação de preços e os spreads observados no livro central de ofertas do mercado transparente.

2. Efeito nos custos diretos (custos explícitos)

A segregação das ordens de varejo através do processo de internalização reduz a seleção adversa para o intermediário, porém faz com que as ordens informadas, isto é, de investidores institucionais, encontrem um ambiente *lit* com predominância de outros investidores com perfil de comportamento semelhante ao seu, tornando-os ainda mais sujeitos à seleção adversa. A literatura indica que, em um cenário de interação quase exclusiva entre investidores institucionais, eles tenderiam a ser mais conservadores do que em situações em que interagiriam com diferentes perfis, reduzindo volumes e alargando os spreads em tela para mitigar o risco de expor suas estratégias a investidores tão ou mais bem-informados que eles.

Análises realizadas pela B3 utilizando os dados do mercado brasileiro de ações mostram que a redução da diversidade de perfis no livro central, em especial a segregação do fluxo do varejo agressor (*taker*), e a redução dos negócios realizados em tela são fatores determinantes para a piora da qualidade do mercado, levando a um aumento do spread praticado e gerando impactos financeiros para todos os demais perfis (para mais detalhes sobre estes estudos, leia a Parte B.1, item 3 desta manifestação).

Ao mesmo tempo, a maioria dos estudiosos na literatura global sugere que baixos níveis de segregação de fluxo, associados a exigências regulatórias de melhora sobre o preço base (NBBO) para as ordens internalizadas podem ter um efeito neutro ou ligeiramente positivo para a formação de preço em livro central, resultando em uma redução de spread praticado e aumento da profundidade do mercado. Embora não haja consenso sobre o valor deste limiar, a maioria dos estudos sugere um percentual entre 15% e 20% a depender da liquidez do instrumento (vide Parte B.1, item 2).

No entanto, acima deste limiar, os mesmos estudos sugerem que a internalização passa a ter efeito prejudicial para o mercado (para mais informações vide Parte B.1, item 2), resultando em spreads maiores, redução de volumes e preços de execução

piores para o mercado como um todo (CFA Institute, 2012¹; Forde e Tālis J. Putniņš, 2015²; Aquilina et al., 2017³; Monetary Authority of Singapore, 2019⁴; Zhu, H., 2014⁵).

Segundo Hatheway, Kwan e Zheng, 2017⁶, um aumento de 10% na participação de *dark pools* resulta em uma piora de 9% nos spreads efetivos do mercado *lit*. Neste mesmo sentido, o estudo da BestEx Research, 2021 sugere que se o fluxo de ordens fosse redirecionado para as bolsas, o spread do NBBO diminuiria em aproximadamente 25%, o que supera a melhoria de preços média nos mercados internalizados, que é de aproximadamente 15% (vide Parte B.1, item 2).

Ou seja, mesmo que possam receber uma melhora no custo explícito (tarifas e comissões cobradas pelas corretoras e bolsas) de execução em um primeiro momento, as evidências mostram que, ato contínuo, os preços de referência para a melhor execução piorariam e o investidor do varejo poderia receber uma melhora sobre uma base de preços pior. Desta forma, é possível que estes investidores executassem a preços melhores suas ordens se nenhum percentual do fluxo tivesse sido internalizado e todas as ordens interagissem no livro central.

3. Aumento dos custos indiretos (custos implícitos)

A internalização de ordens permite que as corretoras capturem o spread de compra e venda das transações realizando-as internamente ou por meio da venda do respectivo fluxo a um terceiro, sem a necessidade de encaminhar essas ordens para o mercado centralizado onde interagiriam com ordens de outros participantes. Esta é uma fonte significativa de receita, especialmente em um cenário de comissões

¹ CFA Institute (2012). **Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality**. Disponível em: <https://rpc.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/dark-pools-internalization-equity-market-quality.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

² Carole Comerton-Forde, Tālis J. Putniņš, (2015), **Dark trading and price discovery**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2183392. Último acesso em 25 de outubro de 2024.

³ Aquilina, et al, (2017), **Aggregate Market Quality Implications of Dark Trading**. Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/occasional-papers/op17-29.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

⁴ Monetary Authority of Singapore; (2019), **Effects of Dark Trading on Liquidity of Singapore Equity Market**. Disponível em: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/MIS/Effects-of-Dark-Trading-on-Liquidity-of-Singapore-Equity-Market.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

⁵ Zhu, H., (2014), **Do Dark Pools Harm Price Discovery?**. Disponível em: https://www.mit.edu/~zhuh/Zhu_darkpool_RFS.pdf. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

⁶ Hatheway, F., Kwan, A. & Zheng, H. (2017), **'An empirical analysis of market segmentation on US equity markets'**, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 52:6, pp.2399-2427.

zero, onde as corretoras buscam alternativas para monetizar seus serviços e competir entre si pela captura dos clientes.

Ao internalizar ordens, os intermediários trocam a receita explícita (corretagem) pela receita implícita (spread) e investem parte desta receita nos sistemas e controles necessários à atividade, e na aquisição de clientes através de *marketing*, criação de conteúdo, disponibilização *market data* e acesso a plataformas de negociação de forma gratuita aos investidores de varejo, ajudando a desenvolver certos mercados e produtos e inovando no desenvolvimento de soluções de negociação mais avançadas e na oferta de serviços personalizados para diferentes perfis de investidores.

O *trade-off* entre custos explícitos e implícitos é o aspecto crucial a ser considerado neste tema pois, além do reflexo da segregação de ordens na piora da qualidade do livro central e no aumento dos spreads do mercado *lit*, a internalização aumenta a complexidade do mercado e o torna mais suscetível a abusos. As ferramentas necessárias para observância e controle de regras bem como alguns outros custos indiretos associados ao processo tendem a não ser considerados nesta comparação de custos e benefícios da internalização, apesar de impactarem de forma relevante e socializada o custo implícito de execução das operações.

Em jurisdições onde a internalização fora de bolsa é permitida, cabe ao intermediário decidir internalizar o fluxo ou direcionar as ordens diretamente ao livro central de ofertas para serem executadas em bolsa. Idealmente, o intermediário deveria realizar tal escolha objetivando o cumprimento da melhor execução para seu cliente, em observância aos deveres de boa-fé, lealdade e melhor execução das ordens.

Porém a existência de interesses financeiros do intermediário na execução do negócio pode se sobrepor ao cumprimento de seus deveres fiduciários e trazer à tona comportamentos indesejados, tais como as práticas de (i) "*cream skimming*", com intermediários potencialmente preterindo ordens de clientes institucionais (que seriam enviadas para o livro central) em favor de internalizar as ordens do varejo menos informado, e eventualmente privilegiando fluxo próprio ou de clientes preferenciais, (ii) execução subótima, uma vez que, por mais que existam exigências regulatórias que versem sobre a melhor execução, é desafiador garantir, em ambientes opacos, que o intermediário tenha utilizado a referência de preços do momento correto para executar a ordem, (iii) priorização do recebimento de remuneração ao invés de busca pela melhor execução para o cliente nos casos de direcionamento de fluxos em troca de pagamento, e (iv) utilização das informações

do fluxo internalizado a que têm acesso de forma privilegiada em benefício próprio, para maximizar os seus lucros ao invés do bem-estar e a melhor execução dos investidores (para mais informações sobre os potenciais conflitos de interesse, leia a Parte A, item 13 desta manifestação).

Em razão destes conflitos de interesses, nas jurisdições onde a internalização foi implementada sem restrições, apesar dos altos investimentos em monitoramento e *enforcement* das regras nos múltiplos centros de negociação (vide estudo da ER DESK no ANEXO II e Parte A, item 13, viii) surgem vários casos de abuso que resultam em pesadas multas pelos reguladores destes locais a intermediários acusados de falharem com o seu dever de melhor execução e de realizarem direcionamento de fluxos mirando maximizar os seus resultados ao invés do melhor interesse dos clientes envolvidos.

No Brasil, a mesma ER DESK estima que o investimento da CVM para realizar os controles e supervisão do mercado, repassado ou não ao mercado, seria de aproximadamente US\$60 milhões por ano. Vale mencionar que, diferentemente do que ocorre no mercado de bolsa onde a BSM assume parte da tarefa de monitoramento de mercado, em um cenário de internalização fora de bolsa a BSM não teria qualquer ação, sendo necessário que a CVM defina a entidade responsável por estas atividades, garantindo uma régua de monitoramento isonômica e proteção semelhante para investidores que atuem em diferentes mercados.

Ainda que os intermediários que defendem a internalização viessem a propor a criação de entidades de autorregulação próprias, elas teriam que ser completamente apartadas e autônomas em relação aos ambientes de internalização para agirem com imparcialidade, sob risco da criação de novos conflitos de interesse. Isso aumentaria a complexidade e os custos para a indústria de intermediação, agravando o movimento de concentração de mercado em instituições com maior poder econômico.

Além disso, os prejuízos decorrentes da ação ou omissão de intermediários ou de seus administradores, empregados ou prepostos nessas negociações não estariam abrangidos pela proteção dos Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), o que poderia prejudicar especialmente os investidores de varejo, ainda mais sendo as pessoas físicas os investidores que mais acessam estes mecanismos atualmente, e os que podem ser mais prejudicados com redução da transparência e os eventuais prejuízos decorrentes da atuação dos intermediários.

Em adição aos custos com supervisão, *enforcement* e controle dos abusos do lado do regulador, aumentariam os custos de observância das regras estabelecidas pelos

participantes do mercado. Os investidores passariam a ter que acessar vários *pools* de liquidez em busca do melhor preço e de perfis diversificados de investidores, os intermediários precisariam investir em sistemas e governança para garantir a observância das regras de melhor execução e *compliance* e as bolsas não deixariam de incorrer nos investimentos necessários para preservação de um mercado robusto, mas teriam menos incentivos para fazê-lo à medida que seus investimentos seriam aproveitados por *free-riders* nos chamados "efeitos carona".

O "efeito carona" no contexto de internalizações de ordens refere-se ao aproveitamento pelos internalizadores, sem que contribuam efetivamente para o seu custeio, de um conjunto de valores comuns e benefícios produzidos pela coletividade de participantes de mercado que atuam no ambiente de bolsa.

Um destes benefícios é o robusto processo de formação de preços que ocorre no ambiente transparente e que serve de referência para os preços praticados nos mercados opacos. Além de as ordens internalizadas não contribuírem para a descoberta do preço justo dos ativos negociados, a B3 investe centenas de milhões de reais por ano oferecendo incentivos como isenção de tarifas e créditos de negociação (*stipends*) para a contratação de instituições que atuam com obrigações em tela em programas de Formador de Mercados que visam aumentar a liquidez de instrumentos *cash* e melhorar sua formação de preços. A B3 realizou um estudo que mostra que cada R\$1 investido nos programas de formador de mercado gera um benefício de R\$7,45 de redução de spread que beneficia todos os investidores (vide Parte A, item 12).

No entanto, a aprovação da internalização de ordens fora de bolsa pode resultar na deterioração da atuação do formador de mercado, que teria menor perspectiva de ganhos e, no mínimo, passaria a exigir benefícios maiores e obrigações menores para atuar provendo liquidez no mercado transparente. Esta situação pioraria a relação do benefício gerado para cada real gasto nos programas da B3, que passaria a ter menor incentivo a investir nestes programas o que, em última instância, poderia levar à piora adicional dos preços no mercado transparente, aumentando os custos de execução para todos os participantes, inclusive os investidores de varejo.

Além disso, o intermediário é também um *free-rider* da produção e distribuição de dados dos preços dos ambientes *lit* pois se beneficia deles sem contribuir para os custos associados à sua criação, desenvolvimento e propagação.

O resultado prático de todos esses aspectos é o aumento do custo explícito do mercado, ou seja, um preço final de execução pior para todos os participantes.

4. Impactos nos volumes e relevância do mercado brasileiro

Ao longo das últimas décadas, o mercado de capitais brasileiro se desenvolveu significativamente, ancorado nos princípios de (i) acesso universal e não discriminatório aos mercados de bolsa, (ii) busca da diversidade de participantes e investidores, (iii) foco na transparência, (iv) segurança para o investidor, (v) supervisão e *enforcement* das regras, e (vi) credibilidade. Esses pilares fizeram com que o mercado brasileiro encontrasse um novo patamar que hoje é largamente reconhecido pelos investidores e reguladores internacionais.

Este desenvolvimento viabilizou o crescimento da indústria de investidores institucionais locais (gestoras de investimento, fundos de pensão e previdência complementar) e a atração de grandes investidores internacionais para o mercado brasileiro. Além disso, houve um crescimento expressivo no número de pessoas físicas investindo diretamente em bolsa e um aumento da participação de firmas globais de negociação proprietária e de alta frequência (PTGs, HFTs e Formadores de Mercado) atraídas pelas oportunidades que surgem em um ambiente que privilegia a robustez do livro central de negociação e a interação de perfis diversificados de investidores.

Um efeito da internalização ampla (sem limites ou com limites pouco restritivos), que pode não estar claro a todos os *stakeholders* desta discussão, é a provável redução da relevância do mercado brasileiro no cenário global e a potencial exportação de mercado para outros grandes centros.

O primeiro motivo é que, como mostra a literatura, a retirada do fluxo menos informado do livro desincentiva a atuação no *lit* de agentes importantes, por exemplo, *algotraders* e os formadores de mercado que podem migrar para outros mercados com bastante facilidade.

A retirada do fluxo internalizado e a alienação destes perfis provedores de liquidez do livro central reduz o volume negociado e, por sua vez, a atratividade do mercado brasileiro para grandes investidores institucionais locais e estrangeiros que determinam seu foco de atuação e alocação com base em critérios como (i) o tamanho do mercado, já que existe um custo de acesso, (ii) a liquidez dos ativos de forma individual, pois existe um custo de pesquisa e análise associado, e porque eles precisam garantir que conseguem entrar e sair da sua posição em determinado ativo com facilidade e a preço justo, e (iii) a quantidade de ativos individuais potencialmente elegíveis de acordo com as suas regras de alocação e liquidez mínimas.

A redução da liquidez tende a reduzir a quantidade de ações elegíveis para compor as carteiras dos grandes investidores institucionais, gerando um ciclo vicioso, pois a menor atratividade de mercado para os investidores institucionais e a consequente redução da sua alocação poderia diminuir a importância do Brasil no cenário global de investimentos, como ocorre em vários outros países emergentes com mercados bem menos desenvolvidos. Isto seria um retrocesso aos largos avanços conquistados nas últimas décadas (para mais detalhes, vide análise da Parte B.1, item 3).

A falta de liquidez e a piora na formação de preços também têm impactos diretos no custo de captação de emissores brasileiros, que podem se desinteressar pela listagem no mercado local e direcionar seus IPOs para o mercado estrangeiro, com efeito ainda mais grave para empresas menores que poderiam ter seu acesso ao mercado de capitais ainda mais restrito.

5. Falta de evidências do impacto da internalização nas taxas de bolsa

Se, por um lado, a internalização pode ter efeitos bastante negativos sobre os volumes e qualidade do mercado, por outro, não há evidências nas experiências globais de que sua introdução tenha efeitos reais sobre os níveis de taxas e emolumentos praticados pelos mercados de bolsas, esvaziando o argumento muitas vezes utilizado em sua defesa.

A fragmentação de mercado e a segregação de ordens são e têm efeitos diferentes e não devem ser confundidas. Não existe evidência de que a internalização seria uma força competitiva com potencial de reduzir os custos de bolsa, até porque, em um contexto de internalização fora de bolsa, o fluxo efetivamente deixa de ser acessível pela bolsa e seus participantes e qualquer ação de redução de tarifas ou aumento de investimentos realizados por elas seria ineficaz para atrair novamente o fluxo para o seu ambiente.

Neste sentido, o caso europeu talvez seja o mais emblemático para fins desta análise, pois permite isolar o efeito da internalização daquele da entrada de novas bolsas no ambiente competitivo. No início dos anos 2000, quando ocorreu a proliferação da internalização na Europa, mesmo com a competição pelo fluxo houve um movimento consistente de aumento de preços pelas bolsas, reforçando o argumento de que a internalização por si só não tem o efeito de reduzir tarifas de negociação.

Pelo contrário, a internalização reduz o volume de mercado, número de operações e de clientes potenciais do mercado *lit* e, portanto, diminui o *addressable market* e

o incentivo para entrada de novos competidores neste ambiente, podendo representar uma barreira relevante.

6. Mesmo quem ganha, perde

Embora o impacto inicial na qualidade de mercado afete principalmente o mercado institucional, nota-se que o próximo passo lógico é que a piora de preços seja refletida nos preços dos investidores de varejo que passariam a ser menos favoráveis devido à execução em ambientes menos competitivos e transparentes e referenciados em preços piores.

Além disso, mesmo os intermediários que possuem fluxo de varejo e que, em um primeiro momento estariam em melhor posição para se beneficiar da aprovação da internalização, poderiam sofrer, em um segundo momento, com a redução do tamanho do mercado e do número de participantes institucionais com a possível alienação de certos perfis e migração destes investimentos para outras jurisdições.

Por último, ainda que a internalização normalmente ocorra em ordens menos informadas, se aprovada sem limites, a migração do fluxo total de varejo para os mercados opacos tende a obrigar o investidor institucional a também buscar estes ambientes como forma de acessar a liquidez de determinados ativos, interagir com o perfil menos informado e buscar preços melhores, resultando em um incentivo para o aumento sem limites do mercado opaco.

No entanto, a migração destes participantes para o ambiente *dark*, tende a ter um efeito ainda maior na piora dos preços do mercado transparente. Uma análise financeira simples realizada pela B3 para as operações fechadas pelos investidores institucionais locais e estrangeiros indica que o seu custo adicional em virtude do aumento do spread e piora dos preços de execução pode ser algumas vezes maior que a economia potencial máxima que eles poderiam ter com as taxas de negociação em um cenário de internalização.

Além disso, a mesma análise mostra que este custo adicional é significativamente superior ao potencial benefício alcançado pelo investidor de varejo internalizado, especialmente em um cenário em que a eventual melhora de preço ocorra sobre um NBBO pior, resultando em um prejuízo global e socializado.

Este estudo realizado pela B3 (e detalhado na Parte B.1, item 3) conclui que a manutenção da diversidade e a preservação dos volumes no livro central de ofertas contribui para a robustez da formação de preços e a liquidez do mercado, e que a piora global resultante de uma aprovação da internalização de ordens fora de bolsa

e sem limites supera, em todos os cenários, os benefícios potencialmente gerados a investidores internalizados.

Algumas das conclusões deste estudo são:

- i) Importância do livro central de ofertas: quanto maior o fluxo executado fora de tela, maior é o spread praticado. Manter volume representativo em tela é crucial para maior robustez da formação de preço;
- ii) Diversidade de perfis no livro central: a interação entre perfis com distintas estratégias e horizontes de tempo de investimento melhora o processo de formação de preços e reduz spreads;
- iii) Impacto da segregação de ordens: a segregação de qualquer perfil de investidor leva à redução da diversidade e aumenta o risco de seleção adversa, o que está diretamente relacionado a níveis mais altos de spread;
- iv) Impacto no custo de execução: a retirada do perfil de investidor de varejo do livro de ofertas resulta no aumento do custo efetivo de execução de ordens grandes, que precisariam percorrer mais níveis do livro com preços piores para serem preenchidas;
- v) Impacto da segregação do perfil de varejo: o modelo mostra que o efeito no spread praticado é ainda mais sensível à retirada do perfil de varejo agressor (*taker*);
- vi) Custo-benefício da internalização: qualquer exercício realizado para medir o potencial benefício para o investidor de varejo sempre se mostra inferior ao custo para o mercado institucional, levando a um impacto global negativo.

7. Comparação simplista com *benchmarks* induz a erro

O argumento de que o Brasil deve adotar a internalização de ordens porque outras jurisdições o fazem é simplista e ignora as diferenças e necessidades fundamentais entre os mercados.

Primeiro, o tamanho do mercado é um fator crucial que diferencia o Brasil das principais jurisdições onde ocorre o processo de internalização. O mercado de ações dos EUA, o mais flexível entre as jurisdições estudadas no que tange à internalização, é mais de cem vezes maior que o brasileiro, enquanto o europeu é cerca de dez vezes maior. Essa diferença de escala pode fazer com que estes mercados tolerem níveis mais elevados de internalização sem prejudicar significativamente a qualidade do mercado e a descoberta de preços. No entanto, para mercados menores como

o do Brasil, que negocia em média US\$ 5,5 bilhões por dia (incluindo ações, *units*, ETFs e BDRs), os riscos de internalização são mais relevantes.

Por exemplo, no Canadá, onde o mercado de ações tem o dobro do tamanho do mercado brasileiro, o regulador local tem uma abordagem bem mais restritiva, permitindo a internalização apenas em casos de exceção e exigindo que ela ocorra sempre em ambiente de bolsa, com o objetivo de preservar a formação de preços de forma mais eficiente, resultando nos níveis mais baixos de participação de mercados opacos no total dentro das quatro jurisdições citadas no estudo da CVM.

Adicionalmente, nos Estados Unidos, por exemplo, a internalização surgiu como uma resposta a contextos que não existem no Brasil hoje. A internalização nos EUA evoluiu a partir do "*third market*" nos anos 1950, onde *dealers* não membros da NYSE negociavam ações fora da bolsa. Na Europa, a internalização foi impulsionada pela necessidade de negociações transfronteiriças e pela intervenção regulatória mínima, enquanto no Canadá, a prática se desenvolveu naturalmente durante a consolidação bancária e de corretoras nos anos 1990.

A internalização não surgiu como uma política regulatória deliberada em nenhuma destas jurisdições. Pelo contrário, os movimentos recentes dos reguladores nestes locais têm sido sempre no sentido de impor restrições à prática de internalização para tentar equilibrar os eventuais benefícios auferidos por participantes individuais com o potencial prejuízo à formação de preços e à qualidade do mercado como um todo. A implementação de leilões para o fluxo de varejo para incentivar a competição entre formadores de mercado, a alteração das regras de *tick size* praticados nos mercados transparentes e as proibições e discussões em torno da prática do PFOF são algumas das medidas que vêm sendo concebidas pelos reguladores nos EUA e na Europa nos últimos anos.

Por último, a fragmentação do mercado em jurisdições como os EUA e a Europa aumentou a complexidade das suas estruturas, exigindo que os participantes mantenham conexões com diversas plataformas para garantir acesso à liquidez e a melhor execução de ordens. No Brasil, a estrutura de mercado é mais simples e centralizada, o que proporciona uma gestão de risco mais eficiente e uma otimização do processo de execução e liquidação. A introdução da internalização poderia aumentar a complexidade e os custos operacionais para os participantes do mercado brasileiro.

8. Incentivo à concentração no mercado de intermediários

A internalização de ordens não beneficia o mercado de intermediários de forma uniforme, ela tende a favorecer corretoras que possuem expressivo fluxo de varejo

e que têm maior poder econômico para investirem os recursos necessários em tecnologia e infraestrutura para internalizar ordens de forma eficiente. Além disso, o aumento dos custos de observância e, como mencionado acima, a possível criação de entidades de autorregulação próprias, implicaria um aumento dos custos operacionais destes intermediários e, como resultado, corretoras sem fluxo de varejo, independentemente do porte, e corretoras menores e menos capitalizadas, podem enfrentar dificuldades para competir, levando a uma maior concentração de mercado em poucas instituições grandes.

Adicionalmente, caso o PFOF seja permitido, é razoável pensar que corretoras maiores estariam em melhor situação frente aos provedores de liquidez para negociar a venda do seu fluxo de clientes de varejo.

Uma reflexão importante é que, no cenário com internalização de ordens fora de bolsa, ganham força as relações comerciais e poder de mercado que seriam cada vez mais concentrados em poucos intermediários. Estes intermediários poderiam passar a concentrar parte significativa do fluxo de um ativo ou mercado e passar a “prestigiar” ou preterir investidores institucionais de forma individual, dificultando o acesso à liquidez desses mercados ou ativos para esses investidores, e cobrando mais pelos serviços, de forma semelhante ao que ocorre atualmente nos mercados de renda fixa e de empréstimo de ativos no Brasil.

Um bom indicativo do potencial de concentração é o movimento que se observa nas ofertas RLP hoje. A oferta RLP facilita a atuação de intermediários menores na internalização de fluxos pois, por ser em bolsa, reduz os custos de desenvolvimento de uma plataforma e de observância das regras de melhor execução e *compliance* e permite que intermediários menos capitalizados ou que não sejam ligados a braços proprietários possam direcionar este fluxo a provedores de liquidez e serem remunerados por isso (PFOF).

Apesar das barreiras mais baixas e o incentivo à competição pelo fluxo internalizado, nas ofertas RLP os dois maiores intermediários representam 67% dos negócios no mercado de derivativos e 95% dos negócios no mercado à vista. Desta forma, é razoável pensar que, caso aprovada a internalização fora de bolsa, com o surgimento das barreiras mencionadas, a concentração seria potencialmente muito maior.

Além disso, a concentração de mercado pode reduzir significativamente os incentivos a novos entrantes no segmento ao avaliarem um *pool* menor de investidores potenciais e a necessidade de altos investimentos, o que poderia resultar em uma concentração ainda maior do mercado.

9. Maior risco sistêmico com ampliação do conceito de internalização

A internalização de ordens, embora definida pela CVM como ocorrendo no âmbito da negociação das operações, traz implicações significativas para os processos de pós-negociação, que incluem compensação, liquidação e depósito centralizado dos ativos. Apesar da tentação de alguns participantes em defender a ausência da exigência de utilização dos serviços centralizados de pós-negociação como forma de reduzir os custos diretos de transação, a expansão do conceito de internalização para os serviços de pós-negociação pode aumentar o risco sistêmico, reduzindo a segurança e a eficiência das transações o que, em última medida, eleva os custos indiretos para investidores e participantes.

A compensação é o procedimento de apuração da posição líquida de direitos e obrigações das contrapartes, enquanto a liquidação envolve a entrega contra pagamento, protegendo os investidores de falhas no cumprimento das obrigações. No Brasil, a regulamentação exige que a compensação e liquidação de operações em mercado de bolsa sejam realizadas por uma entidade que assuma a posição de contraparte central, mitigando riscos de crédito, especialmente em cenários de estresse. A contraparte central (CCP) realiza a compensação das operações liquidadas em seu sistema a partir do saldo líquido multilateral. Isso reduz significativamente os riscos para todos os participantes, com a adoção de salvaguardas e instrumentos para administração e controle de risco.

Sem a figura centralizadora, poderia haver elevação do risco de contraparte e um efeito cascata de insolvências em caso de *default*, especialmente em posições grandes. Com o objetivo de endereçar o risco de crédito inerente às suas atividades, além de outros mecanismos de gerenciamento de riscos e robusta estrutura de salvaguardas e garantias, a Resolução BCB 304 impõe às câmaras que, para cada sistema de liquidação diferida pelo valor líquido por elas operado no qual não haja garantia de liquidação, mas em que os participantes enfrentam exposições de crédito decorrentes de seus processos de liquidação, contem com recursos suficientes para, no mínimo, cobrir o cenário de inadimplência conjunta dos dois participantes que, juntamente com seu grupo econômico, acarrete a maior exposição de crédito para a câmara (art. 136). Além disso, estabelece patrimônio especial mínimo a ser mantido pelas câmaras em relação a cada sistema de liquidação sistemicamente relevante que opera (art. 153).

A menos que haja uma mudança regulatória, essas disposições, que trazem segurança e garantias para a liquidação das operações, não seriam aplicadas aos intermediários. De fato, toda estrutura regulatória atualmente em vigor aplicável aos intermediários não considera que esses agentes poderiam conceder ou assumir

risco de crédito de seus clientes pela liquidação de operações e precisaria ser adaptada caso esse cenário se confirmasse.

A situação em que o intermediário age no papel de principal é ainda mais preocupante, pois neste caso ele pode apresentar desequilíbrio de fluxos que culminem em acúmulo de posições, enfrentando altos requerimentos de margem que talvez não tenha capacidade econômica para absorver. Um exemplo prático deste risco é o caso da Robinhood que ocorreu em janeiro de 2021, quando a corretora enfrentou um enorme fluxo de ordens direcionais de seus clientes internalizados em um dia de volatilidade extrema dos preços das ações da GameStop (para mais detalhes, ler a Parte A, item 11 da manifestação).

O depósito centralizado é realizado por uma instituição responsável pela guarda centralizada dos ativos, controle de titularidade, conciliação diária dos saldos e movimentações, tratamento de eventos deliberados pelos emissores e registro de ônus e gravames.

O modelo brasileiro de beneficiário final é um diferencial e um dos pilares fundamentais da estrutura de funcionamento do mercado pois aumenta a segurança para investidores e intermediários já que permite a identificação com base em informação diária e centralizada das posições de cada investidor final e mitiga riscos associados à insolvência de intermediários.

10. Ferramentas de internalização em bolsa endereçam com vantagem as necessidades de mercado

A internalização de ordens tem aplicações claras que devem ser preservadas. Enquanto o mercado "*lit*" e a robustez do livro central devem ser privilegiados para preservação do bom processo de descoberta de preços, os ambientes opacos, em razão da redução da transparência pré-negociação, são adequados para a execução de lotes desproporcionais à liquidez em tela, pois mantém a confidencialidade nas transações e mitigam o impacto nos preços de mercado, e para a negociação de estratégias, onde há risco de execução das diversas pontas do negócio.

O artigo 94 da Resolução CVM nº 135/2022 proíbe a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários, salvo nas hipóteses previstas na regulamentação da CVM. Atualmente, modelo de internalização parcial é admitido pela CVM, quando realizado dentro do ambiente de bolsa de valores, nos seguintes casos: (i) nas ofertas RLP, (ii) nas ofertas diretas e (iii) nas ferramentas de negociação de grandes lotes.

Essas formas de internalização em bolsa têm limites pré-definidos e aproveitam a estrutura de gestão e controles de melhor execução, pós-negociação, riscos e monitoramento de abusos estabelecidos de forma nativa nos sistemas de negociação da bolsa, preservando a integridade do mercado e a qualidade da formação de preços no livro central.

No contexto das ofertas RLP, as ordens agressoras de clientes de varejo podem ser executadas contra a carteira própria do intermediário ou contra ofertas de outros clientes deste intermediário. Diferentemente dos modelos de internalização fora de bolsa, a oferta RLP conta com uma série de mecanismos que protegem o investidor e o mercado ao mitigar a ocorrência de conflitos de interesse e a deterioração da qualidade do livro central, entre eles (i) o limite máximo do percentual das operações dos investidores de varejo que podem ser direcionadas para oferta RLP, que garante que o volume que ultrapasse este limite seja direcionado ao livro central e passe a fazer parte do processo de concorrência e formação de preços, (ii) a garantia de não represamento artificial das ordens dos clientes internalizados, direcionando-as prontamente à plataforma de negociação, (iii) a garantia de melhor execução, dado o formato da oferta RLP como uma oferta *pegged*, onde o preço é automaticamente ajustado para o melhor disponível ou preço melhorado em caso de spread aberto, (iv) publicação no *market data* de todos os negócios realizados via RLP imediatamente após a sua realização, e (v) monitoramento pela B3 e BSM do cumprimento das regras associadas à execução das ofertas.

As ofertas diretas são uma forma de internalização dentro do ambiente de bolsa, utilizadas sob certas condições, incluindo quando não há ofertas no livro central, em casos específicos como estratégias, operações estruturadas e erros operacionais ou, especialmente, para realizar operações de tamanho desproporcional ao livro de maneira mais eficiente.

Da mesma forma, as ferramentas de negociação de grandes lotes, conhecida como solução de blocos, também endereça e facilita a execução de operações de volumes expressivos ao mitigar o risco de vazamento de informações atendendo à necessidade de anonimato e mitigação da transparência pré-negociação e, ao mesmo tempo, contemplando a transparência pós-negociação imediata que dá aos participantes do mercado informações que ajudam a definir o valor justo do ativo sem afetar diretamente o preço do negócio realizado. Além disso, essas soluções permitem uma melhora significativa na qualidade e aumento da flexibilidade na execução (para mais informações sobre os mecanismos de internalização em bolsa permitidos no Brasil, veja a Parte A, item 3 desta manifestação).

Essas ferramentas têm limites, controles e se aproveitam da infraestrutura necessária para preservar pilares inegociáveis para a manutenção da higidez do mercado brasileiro e, ao mesmo tempo, endereçam o cumprimento das regras de melhor execução, melhora de preço e prioridades de forma automática por meio do sistema de negociação da bolsa, evitando a escalada de custos para o mercado como um todo que existiria em um cenário de aprovação de internalização fora de bolsa.

11. Inadequação do ambiente experimental para internalização fora de bolsa

A defesa da adoção de um ambiente regulatório experimental para a internalização fora de bolsa é inadequada por não preencher critérios mínimos necessários: inicialmente, não existe um real problema a ser resolvido no Brasil pela internalização de ordens e o modelo não é inovador, uma vez que a internalização no Brasil já existe na forma das ferramentas disponibilizadas em bolsa de valores, além de existir atualmente um teste em andamento para a internalização no mercado de ações por meio das ofertas RLP da B3. Além disso, certamente não há experiência controlada possível para este tema. A segregação do mercado se daria por meio de ambientes intrinsecamente conectados, inviabilizando isolamento e controle dos efeitos de sua adoção. Ademais, a depender do modelo de internalização, a impossibilidade da adoção do sandbox regulatório residiria, ainda, no fato de o ambiente regulatório experimental poder afastar apenas e tão-somente normas de regulamentação infralegal, não sendo possível haver dispensas a dispositivos de leis, a exemplo do art. 35 da Lei 6.404/76, e do art. 24, da Lei 12.810/13.

Há de se ressaltar que a internalização de ordens fora de bolsa propicia o surgimento de importantes conflitos de interesses que demandariam um aumento do escrutínio regulatório, e não as dispensas regulatórias típicas de um ambiente experimental, em razão dos incentivos que se colocam para que os intermediários busquem a maximização de seus resultados em detrimento da melhor execução para seus clientes.

A necessidade de investir em ferramentas e governança para observância e controles em um cenário de internalização fora de bolsa, eleva os custos para os intermediários. Sua aprovação sob a forma de um ambiente experimental faria com que surgissem vantagens, eventuais arbitragens regulatórias, privilégios e assimetrias, ainda que temporárias, entre as instituições intermediárias, o que pode agravar o cenário competitivo da indústria, já muito concentrada.

O ambiente de bolsa é considerado o mais adequado para testes de internalização, pois como ocorre nas ofertas diretas, ofertas RLP e ferramentas de negociação de grandes lotes, existe de forma “nativa” controle dos limites e volumes, além de garantir um monitoramento e supervisão adequados através das ferramentas nativas aos sistemas da bolsa e sua autorregulação.

12. Conclusão

A B3 acredita que a internalização de ordens pode trazer benefícios, como o incentivo aos intermediários buscarem novos investidores e desenvolverem certos mercados e produtos, desde que implementada de maneira controlada (com limites adequados) e dentro de bolsa, privilegiando a liquidez no livro central e garantindo amplo acesso, tratamento isonômico e a preservação da diversidade de perfis no livro central necessária para manutenção da qualidade do mercado e do saudável processo de formação de preços. Esse posicionamento é respaldado por dados e análises sobre a dinâmica do mercado brasileiro, bem como por regulações e discussões sobre esse tema em outras jurisdições.

Os pontos-chave da discussão são a inexistência de um problema real a ser resolvido por meio da introdução da internalização, e a relação entre custos e benefícios, especialmente as vantagens localizadas e de curto prazo versus as desvantagens socializadas permanentes. Trata-se de um tema muito complexo que precisa ser estudado e debatido com cuidado pelo mercado e pela CVM, pois pode ter impactos importantes e irreversíveis em volumes, preços e na relevância do mercado de ações no Brasil.

Parte A – Considerações Iniciais

Esta seção trata de considerações importantes sobre aspectos regulatórios e de mercado, evidências e reflexões acerca dos impactos da internalização de ordens na qualidade do mercado brasileiro e para seus participantes, endereçando respostas às questões levantadas pela CVM na AIR.

1. Internalização no mercado de ações (*cash*)

Apesar de a AIR não delimitar textualmente este escopo, a sua leitura bem como o estudo dos *benchmarks* por ela mencionados levam à conclusão natural de que o foco da análise sobre a internalização de ordens são os mercados de ações, de valores mobiliários representativos de ações e de cotas de fundos de investimento negociadas em bolsa (juntos “instrumentos *cash*”), uma vez que nas jurisdições onde a internalização é permitida são nestes mercados em que se verifica a ocorrência da quase totalidade do volume de ordens internalizadas. Isto porque nestes produtos a fragmentação de mercado pode ocorrer sem prejuízo à fungibilidade dos instrumentos.

Já nos mercados de derivativos, diferentemente dos instrumentos *cash*, a fungibilidade ocorre na contraparte central (CCP) responsável por sua compensação e liquidação, e a internalização seria possível por meio de instrumentos dentro de bolsa atendida por uma mesma CCP, tais como as ofertas RLP e ofertas diretas que existem no Brasil, pois, por definição, não enfrentam desafios à fungibilidade.

Apesar disso, esta manifestação utilizará o exemplo dos mercados de derivativos em algumas situações, pois a experiência das ofertas RLP e das ofertas diretas no Brasil contribui para a avaliação de impactos da internalização e ajuda a explicar por que as ferramentas em bolsa são a melhor forma de incorporar aspectos da internalização e ao mesmo tempo garantir a fungibilidade e conter a escalada de risco sistêmico.

2. Sobre a internalização de ordens

A AIR define a internalização de ordens como sendo “a interposição, por parte de um intermediário de valores mobiliários, de uma negociação que caso contrário

poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços”⁷.

A internalização segmenta o fluxo de ordens e impede que determinadas ordens interajam com o livro central, de maneira que deixam de contribuir para o processo de livre formação de preços. Existem diferentes formas de um intermediário se interpor a elas: (i) facilitando o encontro de ordens de clientes em pontas opostas (intermediário no papel de agente), (ii) fechando-as contra a sua conta proprietária (intermediário no papel de principal), ou (iii) vendendo-as a um terceiro que realiza a internalização contra sua conta proprietária (o chamado *Payment For Order Flow*, ou PFOF).

3. A internalização no mercado brasileiro

O artigo 94 da Resolução CVM nº 135/2022 veda a negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação salvo nas hipóteses expressamente previstas na regulamentação da CVM. Dessa forma, como regra, a internalização é atualmente vedada no Brasil, cuja regulação privilegia o fortalecimento do livro central de ofertas e o robusto processo de formação de preços.

Com amparo em autorizações específicas concedidas pela CVM, a internalização é atualmente permitida apenas em dois casos que foram discutidos amplamente com regulador e mercado: (i) nas ofertas RLP, que permitem a execução de ofertas agressoras de clientes de varejo contra a carteira própria do intermediário ou contra ofertas de seus outros clientes, e (ii) nas ofertas diretas, um tipo de negociação em que as ordens de compra e venda são executadas diretamente entre as partes envolvidas e fora do mercado de bolsa, sem influenciar diretamente os preços de mercado, e trazidas “a registro” no livro central de ordens de acordo com os procedimentos estabelecidos nos regulamentos da B3.

Em ambos os casos, o intermediário pode atuar no papel de principal ou agente, sendo que no RLP atualmente a maioria dos negócios é realizada por um veículo do próprio intermediário que é contraparte da operação como principal. Importante mencionar que estas ferramentas de internalização em bolsa existem de forma harmônica dentro da negociação dos ativos, uma vez que não segregam a liquidez e se aproveitam da estrutura de gestão e controle de riscos já existentes.

⁷ Relatório Parcial de AIR sobre internalização de ordens, p. 6-7. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20240509-estudo-asa-air-internalizacao-de-ordens.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024

Além destes dois tipos de ofertas, vale ressaltar que a B3 conta com funcionalidades para negociação de grandes lotes que podem ser consideradas funcionalidades *quasi* internalização já que tampouco interagem com o livro central ou contribuem para o processo de formação de preços, mas podem sofrer interferência.

As ferramentas de negociação de grandes lotes são especialmente importantes para investidores institucionais, pois podem facilitar a negociação de grandes volumes de maneira eficiente e reduzindo o potencial impacto nos preços praticados pelo mercado no livro de ofertas, consequentemente, reduzindo o custo implícito de transação.

Este tópico traz uma breve análise de cada um destes modelos de ofertas/negociação que, embora sejam formas de internalização de ordens autorizadas no Brasil, preservam a higidez do mercado e a qualidade da formação de preços no livro central, e endereçam demandas legítimas do mercado em cenários específicos, tais como os de: (i) operações desproporcionais à liquidez do livro, (ii) estratégias, (iii) ausência de ofertas no livro, e (vi) desenvolvimento de certos mercados.

i. Ofertas RLP

A oferta RLP permite que um intermediário seja contraparte das operações dos seus clientes investidores de varejo. Entretanto, diferentemente do que ocorre nos modelos de internalização de ordens fora de bolsa, o RLP conta com uma série de mecanismos que asseguram proteção do investidor e do mercado na medida em que mitigam a ocorrência de conflitos de interesse e a deterioração da qualidade do livro *lit*. Estes mecanismos incluem:

- Acesso a qualquer investidor, desde que mediante *opt-in*, ao RLP;
- Garantia de não represamento artificial das ordens dos clientes internalizados, direcionando-as prontamente à plataforma de negociação;
- Garantia de *best execution* dado o formato da oferta RLP como uma oferta *pegged* (em que o investidor seleciona quantidade e lado da operação e o preço é automaticamente ajustado para o melhor disponível ou para preço melhorado em caso de spread aberto, pelo sistema de negociação da B3, a Plataforma Unificada Multiativos - "PUMA");
- Acesso direto e centralizado a todas as informações relacionadas à execução das ofertas RLP na B3 pelo regulador;
- Publicação no *market data* de todos os negócios realizados via RLP imediatamente após a sua realização (apesar de não haver transparência pré negociação);

- Monitoramento pela B3 e BSM do cumprimento das regras associadas à execução das ofertas, bem como ao cumprimento dos requisitos obrigatórios de cunho educacional, com inobservâncias reportadas à BSM ou CVM;
- Obrigatoriedade de divulgação mensal pelo intermediário das estatísticas relacionadas à sua operação de RLP (contratos e volumes negociados, quantidade de clientes atendidos e quantidade de contratos e clientes com melhora de preço no RLP).

Além da mitigação de conflitos de interesse, a característica mais relevante da oferta RLP é o limitador de volume ("*cap*"), que garante o transbordo do fluxo em excesso a este *threshold* para o livro central de ofertas, em linha com as melhores práticas observadas nos estudos acadêmicos, que sugerem que a existência de limites para a internalização evita a perda de diversidade de perfis de investidores, preservando parte do fluxo de varejo no livro central de ofertas e evitando a deterioração de sua qualidade. Estes estudos serão mais bem detalhados nas próximas seções desta manifestação.

Atualmente, a B3 limita o percentual das operações dos investidores de varejo que podem ser direcionadas para oferta RLP em 15% do volume total negociado no caso dos minicontratos de Dólar e Ibovespa e em 30% para as ações (de forma individual) que podem ser negociadas via oferta RLP, conforme autorizado pela CVM.

ii. Ofertas Diretas

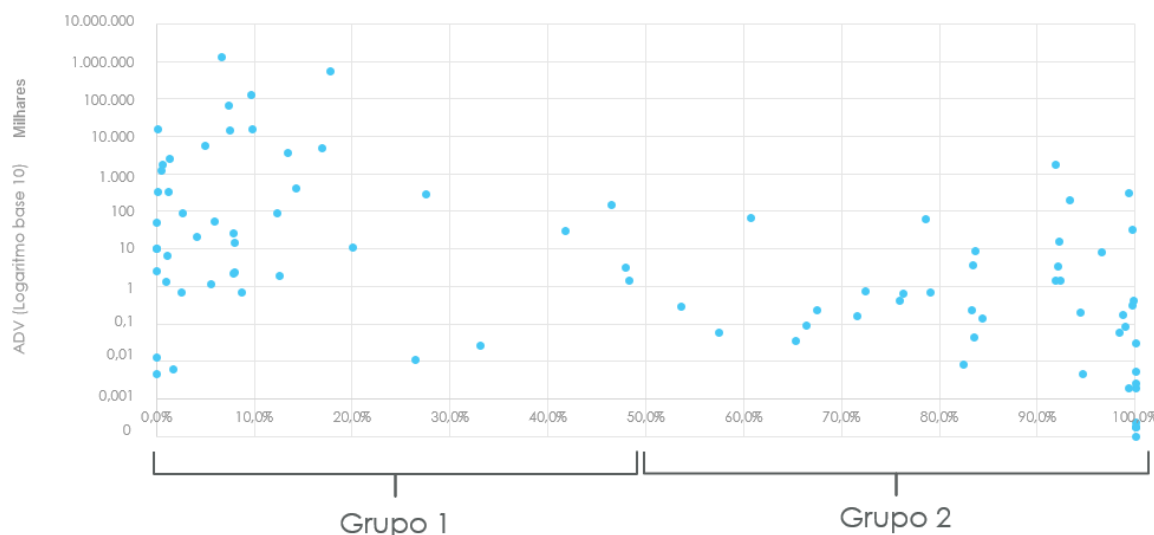
As ofertas diretas constituem uma forma de internalização dentro do ambiente de bolsa que pode ser utilizada desde que obedecidas determinadas regras: (i) na ausência de ofertas no livro central, (ii) contando com melhora de preço caso o spread esteja aberto, ou (iii) sendo executada no melhor preço de compra ou de venda se a operação for proveniente de estratégias, operações estruturadas, erros operacionais ou se a operação tiver um tamanho desproporcional ao livro.

Atualmente, a B3 estabelece um valor mínimo para as ofertas diretas e um *threshold* que, se ultrapassado, acarreta a elevação deste tamanho mínimo em 50%, como forma de controlar o volume que não interage com as ofertas do livro. A B3, a BSM e a CVM atuam para monitorar a utilização destas ofertas, garantindo os fundamentos para otimização da formação de preço.

Os gráficos incluídos abaixo analisam o comportamento das ofertas diretas realizadas pelo mercado em relação a cada produto negociado para ajudar nas conclusões desta manifestação.

O primeiro gráfico mostra a relação entre o percentual de ofertas diretas realizadas pelo mercado (medido pela representatividade do volume negociado via oferta

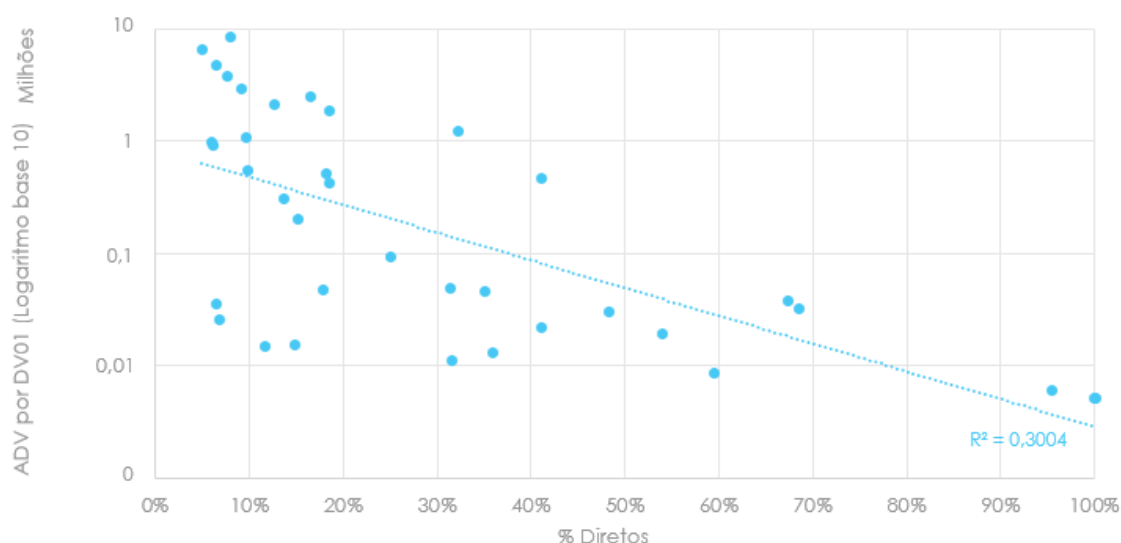
direta *versus* o volume total do produto) em cada produto e seu *Average Daily Volume* (ADV). Cada ponto no gráfico representa uma categoria de produto listado no mercado de bolsa da B3, agrupando todos os ativos que compõem aquela categoria (ex. ações listadas são representadas por apenas um ponto).



Fonte: B3, dados referentes ao período entre janeiro/24 e julho/24

Ao analisar o comportamento destas ofertas, nota-se que existe uma relação direta entre a sua utilização e a baixa liquidez do ativo. É possível ainda identificar dois *clusters* de produtos com comportamento mais homogêneo no que diz respeito às ofertas diretas: o Grupo 1, em que o percentual de ofertas diretas no total dos negócios realizados é menor que 50%, e o Grupo 2, em que o percentual das ofertas diretas no total de negócios realizados é maior que 50%. Cada um destes *clusters* será analisado a seguir.

Antes, é importante mencionar que mesmo dentro de um mesmo contrato, quando existem, por exemplo, vértices de vencimentos distintos (derivativos) também se verifica uma distinção entre o percentual de ofertas diretas realizado em cada vértice. Ao analisar a tendência especificamente para o Futuro de DI, utilizando desta vez como métrica o ADV/DV01 (para equalizar a diferença no valor presente dos vencimentos mais longos), e representado cada vencimento do contrato como sendo um ponto, observa-se que existe uma relação linear e inversamente proporcional entre o percentual de diretos realizados e a liquidez do vértice.



Fonte B3. Dados referente a julho/24

A primeira conclusão é que existe uma relação direta entre a baixa liquidez do ativo ou do vértice com a utilização de ofertas diretas pelos investidores.

Passando para a análise dos *clusters* identificados, a tabela abaixo detalha o Grupo 1 de ativos. Nele, apesar da menor incidência de ofertas diretas, vê-se que na maioria dos produtos o tamanho médio dos negócios realizados via oferta direta é desproporcionalmente maior se comparados ao tamanho dos negócios realizados no livro central. Ou seja, a oferta direta nestes casos parece estar sendo utilizada como substituta da ferramenta para negociação de grandes lotes.

% Diretos	Produto	% Estratégia	Tamanho do direto vs tamanho do livro	
34%	Futuro de Nikkei/Dax/Euro Stoxx 50	92%	22x	Potencial para Negociação de grandes lotes
23%	Futuro de Dólar (DOL)	24%	54x	
15%	Opções s/ Ações	100%	602x	
10%	Futuro de Boi Gordo	52%	27x	
9,4%	Futuro de Milho	77%	48x	
7,4%	Futuro de Café Arábica	68%	17x	
7,1%	Opções s/ Ibovespa	100%	621x	
6,9%	BDR e BDR de ETF	88%	20x	
6,5%	Ações e Units	75%	41x	
6,1%	Exchange Traded Fund	100%	26x	
4,9%	Futuro de Ações	92%	553x	
2,1%	Futuro Micro de S&P500	94%	30x	
0,3%	FII e FIAGRO	0%	3.220x	
36%	Opções de Café Arábica	0%	1x	
34%	Forward Points de Dólar	0%	3x	
32%	Mini Opção de Dólar	0%	4x	
21%	Futuro de Etanol	82%	2x	
11%	Futuro de DI	98%	1x	
5,1%	Futuro de SOJA CME	82%	7x	
2,5%	Opções de IDI	52%	1x	
2,0%	Futuro de Ibovespa	57%	4x	
0,7%	T10	94%	4x	
0,2%	Mini Dólar e Índice	39%	4x	
0,1%	Futuro de S&P500	100%	1x	

Fonte B3. Dados referentes a julho/24.

A segunda conclusão é que ainda há baixa adesão às ferramentas para negociação de grandes lotes nos ativos onde estão disponíveis (ações, BDRs e units), seja por desconhecimento ou tempo de adaptação do mercado.

Passando para a análise da tabela abaixo que detalha o Grupo 2 de ativos, observa-se que são produtos majoritariamente negociados por investidores institucionais, com pouca ou nenhuma presença de pessoa física no livro. Além disso, observa-se que a maior parte do volume negociado via oferta direta ocorre quando não há oferta disponível no livro central para aquele determinado ativo/contrato, ou seja, a liquidez é inexistente.

% Diretos	Produto	Livro central sem oferta	% Estratégia	% PF no total do produto
100%	Moedas (paridade em BRL)	62%	73%	0%
100%	Futuro de IBrX-50	100%	97%	0%
99%	Opções s/ S&P500	100%	9%	2%
98%	Opções de BDR	66%	100%	5%
96%	Opções de COPOM	22%	2%	0%
96%	TAS de DI1	30%	100%	0%
94%	EDS de DI1 e DAP	21%	98%	0%
92%	Opções s/ Boi Gordo	100%	0%	10%
81%	Opções s/ SOJA CME	100%	0%	20%
80%	Opções s/ Milho	100%	0%	16%
74%	Opções de Dólar	76%	0%	0%
71%	DAP	20%	89%	0%
66%	FIDC FIINFRA FIA e FIM **	0%	55%	30%
63%	Moedas (Paridade em USD)	25%	89%	0%
54%	Forward Rate Agreement de Cupom Cambial	39%	92%	0%

Fonte B3. Dados referentes a julho/24

A terceira conclusão é que, além da baixa liquidez, existe maior propensão à realização de ofertas diretas em produtos para os quais não existe diversificação de perfis no livro de negociação.

Ainda, a quarta conclusão é que, em ambos os grupos, a oferta direta é usada na maioria das vezes para execução de estratégias (quando o investidor negocia uma estrutura composta por dois ou mais produtos, ou dois ou mais vencimentos de um mesmo produto), como forma de mitigar o risco de execução.

iii. Ferramenta de negociação de grandes lotes (solução de blocos)

Como dito anteriormente, a negociação de grandes lotes não é uma ferramenta de internalização de ordens *per se*, contudo, ela endereça a dificuldade enfrentada por investidores institucionais para encontrarem contrapartes para negociações de volumes expressivos com menor impacto possível no custo implícito da operação.

Em novembro de 2023, a B3 lançou três soluções para negociação de grandes lotes em ambiente de bolsa que endereçam, por meio da ausência de transparência pré-negociação, a necessidade de anonimato, potencial de vazamento de informações e interesse pela redução do impacto nos preços destes negócios de tamanho desproporcionais à liquidez do livro central.

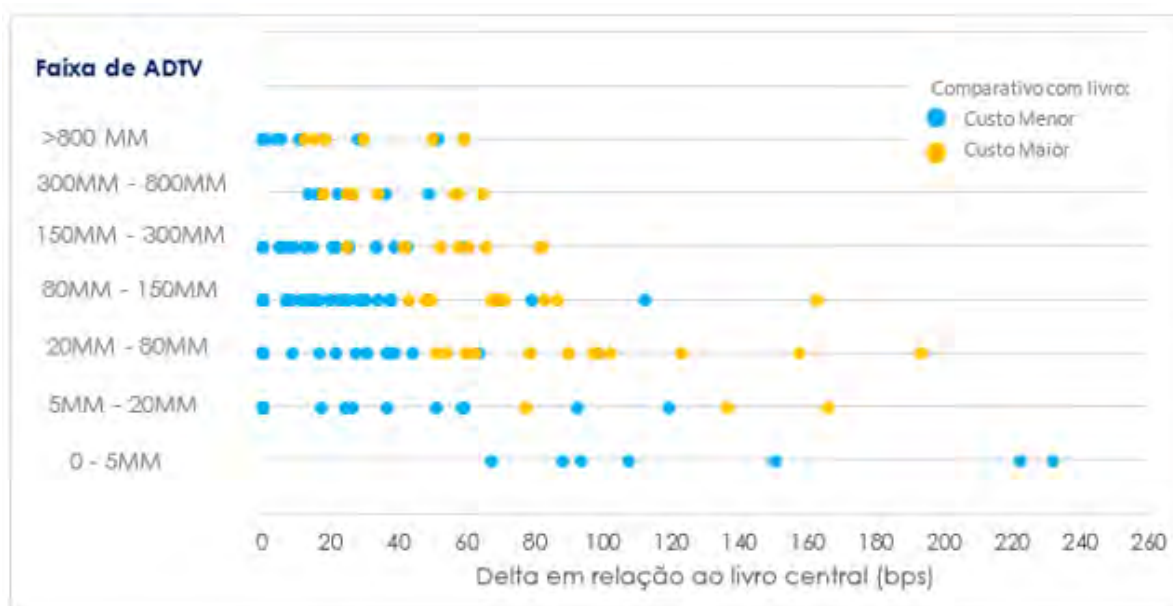
Apesar da ausência de transparência pré-negociação, a transparência pós negociação é imediata como forma de munir todos os participantes de mercado

com as informações que ajudam a definir o valor justo do ativo, sem afetar diretamente o preço do negócio realizado (redução do potencial de *slippage*).

Além do benefício do anonimato, as soluções permitem maior flexibilidade de preço no caso do BBT e expressiva melhora na qualidade da execução e no preço, no caso do *midpoint*. O gráfico abaixo mostra a diferença (delta em *bps*) do custo real de execução de lotes desproporcionais à liquidez do livro central e o preço esperado de execução medido pelo *midpoint* do topo do livro (efeito do *slippage*) para todos os negócios realizados nas soluções de blocos até agosto de 2024, separados por faixa de liquidez do ativo, sendo cada ponto um negócio realizado. O custo é calculado pela seguinte fórmula:

$$Custo = \frac{\text{Preço do negócio} - \text{Midpoint do CLOB no momento do negócio}}{\text{Midpoint do CLOB no momento do negócio}}$$

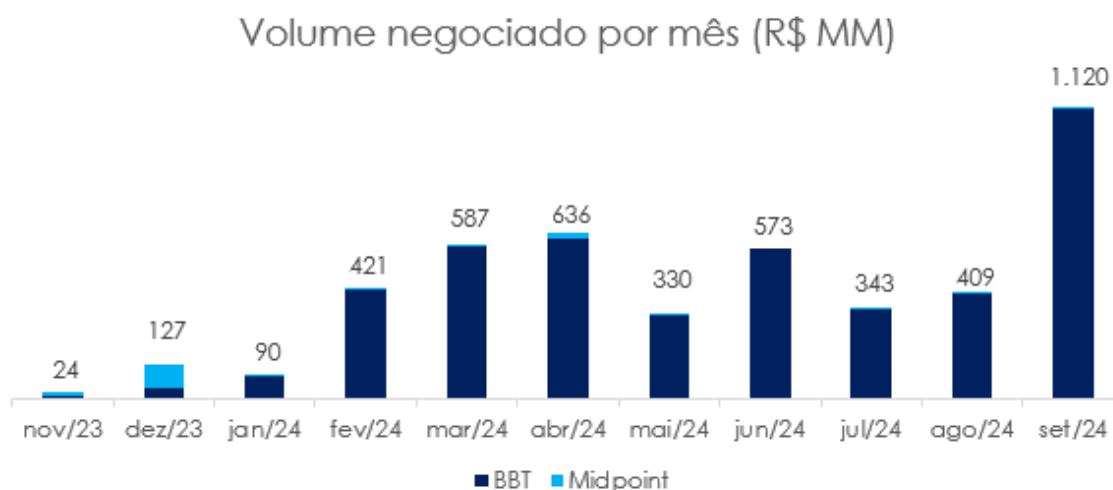
O delta na solução BBT pode ter um valor igual ou maior que zero em razão do ágio/deságio. Os pontos em azul representam os negócios que foram executados nas ferramentas por um preço melhor que aquele que seria esperando caso tivessem sido executados diretamente no livro (custo menor), enquanto os pontos em amarelo representam os negócios com custo maior de execução pelas ferramentas (custo maior). É possível observar que, em sua maioria, os negócios realizados nas soluções têm um custo menor de execução.



Fonte: B3

As soluções ainda não apresentam volume expressivo (negociaram R\$18,3 MM de ADTV do lançamento até agosto de 2024) nos ativos onde estão disponíveis (ações, BDRs e *units*), seja por desconhecimento ou tempo de adaptação do mercado. Além

de um processo de educação e conscientização dos benefícios, a B3 já mapeou algumas melhorias potenciais para as ferramentas que devem aumentar sua adoção e avalia sua disponibilização para outros produtos como forma mais adequada de realizar operações que hoje são executadas via ofertas diretas.



Fonte B3. Evolução do volume negociado nas soluções de grandes Lotes. Não houve negócios no RFQ no período.

4. Impossibilidade de adoção de ambiente experimental para a internalização fora de bolsa

Não é cabível a adoção de um ambiente regulatório experimental para a internalização fora de bolsa, como o *sandbox* regulatório, previsto na Resolução CVM 29, de 2021, ou o ambiente previsto no art. 26 da Resolução CVM 67, de 2022, inclusive por já haver uma AIR em andamento.

Os ambientes regulatórios experimentais foram criados para que, mediante a realização de experiências empíricas controladas, o regulador pudesse avaliar o impacto de determinadas dispensas regulatórias ou regimes regulatórios diversos daqueles previstos nas regras vigentes, essencialmente em modelos de negócios inovadores.

Os projetos conduzidos em ambiente regulatório experimental são sujeitos a aprovação da CVM, a partir de determinados critérios de elegibilidade divulgados por aquela autarquia. Para a aprovação, a CVM deve levar em consideração, entre outros, o seu objetivo institucional de proteção do mercado de capitais.

As autorizações são temporárias e devem conter, além das dispensas regulatórias concedidas, as condições, limites e salvaguardas associadas ao exercício da

atividade autorizada. Essas condições, limites e salvaguardas são necessárias não apenas para avaliação do teste, mas também para evitar eventuais arbitragens regulatórias e assimetrias entre participantes de mercado, privilegiando supostas inovações em detrimento de projetos já estabelecidos e que seguem a regulação sem os descontos do teste⁸.

Uma vez concedida a autorização, é feito monitoramento contínuo do projeto, inclusive em relação a impactos das dispensas regulatórias concedidas e eventuais materializações de risco.

Nesse contexto, para que um determinado experimento possa se qualificar para um ambiente regulatório experimental, é essencial acumular um conjunto de condições mínimas que, como se passa a demonstrar, não se verificam em relação à internalização de ordens fora de bolsa:

- i) A inexistência de um problema ou oportunidade real a ser endereçada

Como será explicado mais adiante nesta manifestação (na seção sobre *benchmarks*), a origem da internalização nos mercados americano e canadense, por exemplo, teve contextos históricos e regulatórios específicos que não existem no Brasil hoje, tendo ocorrido em ambientes e momentos em que as grandes discussões giravam em torno dos processos de eletronificação, decimalização de preços e consolidação de intermediários.

Na Europa, a internalização se deu em resposta à crescente pressão de investidores institucionais para que pudessem realizar negociações transfronteiriças com a introdução do bloco econômico e da zona do Euro.

Nenhuma destas condições existentes nestas jurisdições quando da origem da internalização de ordens fora de bolsa existem no Brasil hoje. Pelo contrário, o movimento de consolidação das bolsas de valores ocorrido no Brasil nos anos 2000 se deu exatamente pela necessidade verificada de fortalecer o mercado *lit* e reduzir o incentivo à migração de capital, aumentando a liquidez e dando condições para que a infraestrutura local se modernizasse.

⁸ RANCHORDAS, Sofia. "**Experimental lawmaking in the EU: Regulatory Sandboxes**". Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3963810. Último acesso em: 02 de novembro de 2024. "*However, regulatory sandboxes are not a panacea. If poorly designed, regulatory sandboxes can give rise to regulatory arbitrage, the disapplication of substantial regulatory standards and safeguards, and the unjustified application of preferential treatments to new companies regarded as 'innovative' in detriment of incumbents.*"

Conforme demonstrado na seção anterior, as situações que legitimamente demandam soluções que mitiguem a transparência pré-negociação, entre elas, a negociação de volumes desproporcionais ao livro de ofertas, a negociação de estratégias e as oportunidades de desenvolvimento de mercados e produtos para investidores de varejo, são endereçadas com vantagem pelas ferramentas de internalização em bolsa de valores (nas ofertas RLP, nas ofertas diretas e nas ferramentas de negociação de grandes lotes).

Não existe um problema real que se pretende endereçar com a internalização de ordens fora de bolsa hoje no Brasil, ao contrário, ao longo da manifestação são elencadas consequências da sua aprovação que indicam que estariam sendo criados problemas para o mercado brasileiro, com o eventual abandono daqueles que hoje são os seus principais pilares, e não soluções, faltando objeto para a aprovação de um ambiente regulatório experimental.

ii) A inexistência de um modelo de negócios inovador

Já existe um experimento de internalização de ordens no mercado de renda variável: as ofertas RLP da B3. A ampliação do teste do RLP para o mercado de ações foi aprovada em 2021 pela CVM e renovada em 2024. Portanto não há que se falar num modelo de negócios inovador que justifique um *sandbox* regulatório.

Além disso, a internalização de ordens fora de bolsa reduz a transparência de mercado e cria situações de conflito de interesses que precisam ser monitoradas de perto, sendo não recomendado qualquer desconto regulatório neste contexto.

O ambiente adequado para realização de testes envolvendo internalização de ordens, por permitir a estipulação de limites e controles mais claros e a circunscrição dos efeitos do teste, bem como garantir adequado monitoramento e supervisão, é o mercado de bolsa, como, de fato, foi o caso das ofertas RLP. As ferramentas de internalização em bolsa de valores permitem o controle de volumes e limites e proporciona o adequado monitoramento e supervisão das operações, tanto pelo regulador quanto pelo autorregulador, além de manter todos os processos da pós-negociação preservados, fator altamente relevante e que é discutido ao longo desta manifestação.

Durante todo o período de teste, os resultados do RLP foram monitorados e avaliados pela CVM, incluindo indicadores de liquidez, spreads e percentual de negócios realizados em condições melhores do que as indicadas pelos investidores, o que permitiu diversos aprimoramentos do produto e dos seus controles.

- iii) A inexistência de ganhos de eficiência com o modelo de internalização fora de bolsa

A Resolução 29 exige que o modelo de negócios inovador tenha “o potencial de promover ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação do acesso do público em geral a produtos e serviços do mercado de valores mobiliários⁹”.

Como será detalhado ao longo da manifestação, a internalização de ordens fora de bolsa tende a fazer o oposto: (i) gera ineficiência de mercado e na formação de preços, uma vez que cria *pools* segregados de liquidez, (ii) reduz o acesso amplo e transparente aos investidores, já que estes *pools* não são acessíveis ao mercado de forma ampla, (iii) aumenta a complexidade do mercado e os custos de observância e de monitoramento, elevando os investimentos necessários por intermediários, investidores institucionais e reguladores, (iv) aumenta a concentração no mercado de intermediários, reduzindo a eficiência do mercado como um todo, e (iv) tem potencial de aumentar o custo implícito para o mercado como um todo.

Desta forma, mais uma vez fica explícita a inadequação da adoção de um ambiente regulatório experimental para testar a internalização de ordens fora de bolsa, já que não se trata de modelo inovador e não se observam os requisitos mínimos de valor para a adoção do arcabouço.

- iv) A inexistência de um ambiente autocontido e que permita avaliação dos efeitos sem interferências

Um dos pré-requisitos para a aprovação de um ambiente regulatório experimental é que os efeitos das dispensas regulatórias a serem concedidas possam ficar circunscritos ao próprio projeto, de forma a possibilitar (i) o adequado monitoramento e avaliação desses descontos, (ii) os impactos identificados com a sua adoção e a aplicabilidade de sua adoção de forma escalável ao resto do mercado, e (iii) a adoção de plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade, após o encerramento do projeto, caso se dê por qualquer outra razão que não a adoção, em definitivo, da alteração regulatória objeto do teste.

Como será demonstrado ao longo desta manifestação, a internalização, quando realizada em ambientes opacos e sem limites, pode levar a consequências graves para a qualidade do mercado e impactar negativamente todos os investidores, inclusive o varejo internalizado. Esses efeitos não ficam limitados ao fluxo

⁹ Art 2º, IV, parágrafo único da Resolução CVM Nº 29, de 11 de maio de 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol029.html>. Último acesso em 15 de novembro de 2024.

internalizado, ao contrário, afetam o mercado como um todo, implicando um caminho possivelmente sem volta na deterioração da qualidade do mercado de capitais e financeiro brasileiro.

O *sandbox* regulatório e o mercado de bolsa estariam intrinsicamente conectados, uma vez que seriam os mesmos participantes e investidores atuando nos diferentes ambientes, com processos interligados de formação de preço, de gestão de risco e de utilização de demais mecanismos de pós negociação, e sem possibilidade de mitigação dos efeitos caronados descritos na Parte B desta manifestação. Além disso, o monitoramento e a supervisão das operações internalizadas fora de bolsa envolvem grande complexidade e incremento de custo.

Dessa forma, qualquer ambiente experimental para a internalização fora de bolsa não seria de forma alguma autocontido, de modo a inviabilizar a interpretação adequada dos resultados.

v) Eventual projeto agravaria questões competitivas pré-existentes

A internalização de ordens tem potencial para criação de um ambiente onde corretoras grandes e capitalizadas que tenham melhores condições de investir em sistemas e processos para garantia da melhor execução, e corretoras que possuam maior acesso ao fluxo de varejo, possuam uma vantagem competitiva significativa sobre suas concorrentes.

Há evidências de que a internalização aumenta a concentração no mercado de corretoras. Um bom indício é o que ocorre nas ofertas RLP, onde os dois maiores intermediários representam 67% dos negócios em derivativos e 95% dos negócios no mercado à vista, mesmo o RLP sendo uma ferramenta que democratiza o acesso a intermediários menores, já que reduz os investimentos necessários em tecnologia e observância de melhor execução inerentes ao processo de internalização (vide Parte A, item 13, subitem vii desta manifestação). Se aprovada a internalização fora de bolsa, esta situação certamente pioraria.

Referido efeito está, inclusive, em desacordo com um dos principais objetivos do *sandbox* regulatório previsto na Resolução CVM 29: aumentar a competição entre os prestadores de serviços e fornecedores de produtos financeiros no mercado de valores mobiliários (art. 1º, parágrafo único, V).

Sendo assim, a primeira dúvida que surge em um cenário de aprovação de um *sandbox* regulatório para internalização fora de bolsa é sobre qualis seriam os critérios de elegibilidade para admissão de participantes do teste, especialmente à luz das vantagens e da arbitragem regulatória, ainda que temporárias, adquiridas

inerentes ao experimento regulatório e que podem aprofundar o movimento de concentração de mercado que já vem ocorrendo nos últimos anos na indústria de intermediação.

Dessa forma, considerando o escopo dos ambientes regulatórios experimentais e a inexistência das condições mínimas para o seu atendimento, sua adoção para a internalização fora de bolsa não seria adequada.

5. Os mercados “*Lit*” e “*Dark*”

Dois conceitos importantes no contexto da discussão de internalização são o de mercado transparente, conhecido como “*lit market*”, e o de mercado opaco, conhecido como “*dark market*”. Esses dois tipos de mercado diferem significativamente em termos de transparência antes e depois da negociação, acesso, dinâmica de formação de preços e regulamentação.

O mercado “*lit*” é caracterizado pela visibilidade das ofertas de compra e venda para todos os participantes do mercado, bem como dos negócios celebrados. Isso significa que há uma ampla disseminação de informações sobre as oportunidades de negociação antes que as transações sejam executadas (transparência pré negociação) e sobre as transações que foram fechadas (transparência pós-negociação). Além disso, o ambiente de negociação transparente é isonômico, pois garante acesso a todos os participantes de mercado. Esse acesso universal e não discriminatório faz com que investidores com diferentes tipos de perfis interajam e tenham acesso ao mesmo conjunto de informações e oportunidades de negociação, levando a uma formação mais eficiente dos preços dos ativos com base nas condições de oferta e demanda do mercado.

Por outro lado, o mercado “*dark*”, que como definido nesta manifestação, se refere a mecanismo opaco fora de bolsa, é caracterizado pela ausência de transparência e pela possibilidade de discriminação de acesso aos investidores. Nesse tipo de mercado, não existe garantia de acesso irrestrito a todos os participantes e as ofertas de compra e venda e/ou os negócios celebrados não são visíveis a todos, o que significa que as negociações podem ser realizadas sem que outros participantes do mercado tenham conhecimento das transações até que elas sejam concluídas e, a depender das regras de transparência pós negociação existentes, mesmo as transações realizadas podem ser conhecidas com atraso, ou seja, não imediatamente após a sua realização.

Enquanto o valor do mercado transparente é a uniformidade de acesso e informação amplamente disseminada, e a consequente redução dos custos relacionados à

pesquisa de liquidez do mercado¹⁰, no mercado opaco, o valor reside em se proteger a confidencialidade e permitir que grandes ordens sejam executadas sem que causem impacto significativo nos preços de mercado antes que a transação seja concluída (o "*slippage*").

Do ponto de vista regulatório, o mercado transparente é geralmente sujeito a regras mais rigorosas de divulgação e de compliance para os seus participantes, primando pela transparência e garantia de proteção aos investidores e da integridade do mercado. O mercado opaco, por sua vez, tende a ser menos regulamentado, o que levanta preocupações sobre a melhor execução das ordens e a possibilidade de práticas discriminatórias e inadequadas.

Relativamente à falta de transparência, é necessário destacar que a ausência de informações completas e consistentes sobre as operações realizadas em diferentes *venues* ou de um mecanismo eficiente de consolidação desses dados de pós-negociação pode comprometer a atividade de supervisão do regulador. Conforme indica a Nota Técnica de Barbosa Sociedade de Advogados (ANEXO VII), "o atual regime oferece uma visão bastante completa sobre os negócios cursados em mercados organizados. Essa dinâmica, deve-se ressaltar, abarca as negociações envolvendo ofertas RLP que, por transitarem pelo ambiente de bolsa, são igualmente refletidas nos dados pós-negociação coletados e divulgados pela B3, razão pela qual os dados sobre tais negócios também são visíveis"¹¹.

Ainda de acordo com Barbosa Sociedade de Advogados, a falta de transparência pós-negociação pode afetar as atividades de supervisão de forma significativa em diversos aspectos, cabendo mencionar os que seguem:

- i. Comprometimento das atividades de identificação, processamento e aplicação de medidas de *enforcement* relativas a ilícitos de mercado regulados pela Resolução CVM nº 62, com destaque para práticas de manipulação de preços, utilização de informação privilegiada e criação de condições artificiais, uma vez que a qualidade do monitoramento de tais práticas exige informações mínimas, tais como data, horário, número de negócios realizados, volume e preço negociado;
- ii. Comprometimento das atividades de identificação e apuração da prática de utilização de informações privilegiadas para negociação de valores mobiliários (*insider trading*), uma vez que tal apuração exige que se possa conhecer o comportamento da cotação do ativo antes ou depois de uma

¹⁰ Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), p.10.

¹¹ Nota Técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS (ANEXO VII), p. 27.

negociação suspeita, na medida em que, nesses casos, as negociações são realizadas antecipando-se a um movimento de preço, o que é mais desafiador em um mercado fragmentado; e

- iii. Maior dificuldade no monitoramento de oscilações atípicas, em razão da existência de cotações dispersas que, por consequência, não mais refletem, necessariamente, o real valor dos ativos, comprometendo a supervisão de eventuais assimetrias informacionais¹².

6. Seleção adversa

A seleção adversa, um dos principais problemas econômicos analisados no relatório da CVM, ocorre quando há uma probabilidade maior de se encontrar uma contraparte mais bem-informada em uma negociação, o que pode impactar adversamente a formação de preços.

Em um cenário de internalização, o intermediário tende a evitar as ordens informadas, praticando o "*cream skimming*", que será detalhado mais adiante, e internalizar as ordens de varejo por serem benignas e com menor risco de perda.

Em conceito, a internalização segrega estes fluxos mantendo as ordens menos informadas em ambientes *dark*, que geralmente limitam a participação e interação destas ordens com outros tipos de investidores e direcionando o fluxo informado para o *lit market*, onde o cliente institucional encontra um ambiente com predominância de outros investidores com perfil de comportamento semelhante ao seu, tornando o movimento deste ambiente com simetria de informações e com maior risco de seleção adversa.

7. Impacto no *lit* da existência do mercado *dark*

A segmentação de perfis resulta em um esvaziamento da liquidez e possível piora na formação de preços no mercado *lit*, que passa a contar com ofertas mais "ariscas", já que em um mercado em que há interação quase exclusiva entre institucionais, a seleção adversa faz com que eles tenham a tendência de serem mais conservadores, apregoando volumes menores com spreads mais largos para endereçar o risco de expor suas estratégias a um investidor tão ou mais informado que ele. A interação entre investidores majoritariamente institucionais com comportamento semelhante entre si tende a representar um fluxo unidirecional que pode levar a perdas consideráveis e ao acúmulo de posições.

¹² Nota Técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS (ANEXO VII), p. 27-31.

O resultado prático é uma piora da qualidade do livro e da formação de preços em relação àqueles observados em ambientes em que há a interação de diversos perfis distintos.

Esse mesmo efeito se estende à atuação de formadores de mercado, que passam a ter menos incentivo para serem mais arrojados em sua atuação, e provavelmente passariam a exigir obrigações mais leves (menores volumes e spreads mais largos) e/ou maiores benefícios para atuar como provedores de liquidez nos diferentes produtos de bolsa.

Apesar do impacto na qualidade do livro inicialmente afetar prioritariamente o mercado institucional, os investidores de varejo também seriam eventualmente prejudicados. Isso porque a internalização das suas ordens pode resultar em preços menos favoráveis, por serem executadas em ambientes menos competitivos e transparentes, e a melhor execução com ou sem exigência de melhora de preços sobre o NBBO passaria a ocorrer sobre um preço de referência potencialmente pior, como será tratado adiante.

8. A importância da diversidade de perfis

A falta de diversidade de participantes no livro de negociação pode levar a outra consequência grave, que não é sempre óbvia: a exportação do mercado brasileiro para outros grandes centros.

Em primeiro lugar, em um contexto de internalização ampla (sem limites ou com limites pouco restritivos), o mercado *lit* deixaria de ter o fluxo considerado benigno, que é o de clientes de varejo, o que por si só já teria o efeito de alienar alguns tipos de agentes que hoje têm participação relevante de mercado e função importante em prover liquidez para os demais participantes, entre eles os formadores de mercado e *algotraders*.

A segunda derivada seria que grandes investidores institucionais locais e internacionais avaliam a atratividade de um mercado e dos instrumentos nele negociados com base em alguns critérios considerados para a alocação de seus recursos.

O primeiro critério é o tamanho (escala) do mercado, uma vez que há um custo de acesso a cada mercado que precisa ser contrabalanceado pelas oportunidades nele existentes. O segundo, sua liquidez, pois via de regra os grandes fundos adotam políticas para alocação mínima em um determinado ativo (principalmente ações de empresas listadas), haja vista a necessidade de (i) investimento em pesquisa e análise

(cobertura) que precisa se justificar pelo tamanho da posição e possibilidade de retorno, e (ii) garantia de que conseguem, se necessário, se desfazer da posição futuramente com razoável facilidade e a preço justo, ou com menor impacto de mercado possível.

A diversidade de perfis de investidores no mercado é um aspecto determinante e crucial para desenvolvimento e manutenção do tamanho e da liquidez do mercado. A existência de perfis com estratégias, fluxo informacional, horizontes de tempo de investimento, propósitos, necessidades e preferências distintos, todos interagindo no mercado para a determinação do preço justo de um ativo torna o ambiente de negociação mais saudável, eficiente e robusto. A interação entre esses perfis garante que as informações sejam disseminadas de forma equitativa, melhorando a formação de preços e reduzindo os custos de transação.

Para isso, é fundamental que haja equidade de acesso aos *venues* de negociação e às informações, em mercados transparentes e com a menor fricção possível, promovendo a ampla e irrestrita interação entre a maior quantidade e diversidade de investidores possível.

O tema diversidade de perfis se estende também ao alcance, acesso à informação e habilidade dos investidores de interagir ou interferir nos negócios que serão realizados, contribuindo para o processo de formação de preços.

De maneira geral, os investidores sempre vão desejar e se beneficiar, em qualquer mercado, da ampliação do alcance de suas ofertas ao maior público possível, em busca do melhor preço e execução. Em mercados padronizados e transparentes, como os de bolsa, a comparação de preços é fácil e com menor fricção simplificando a determinação do valor justo do ativo, que, inclusive, pode passar a ser referência para outros mercados, a exemplo do que ocorre em câmbio e renda fixa.

A internalização fora do ambiente de bolsa e de forma ampla pode segmentar o fluxo de ordens, isolando investidores de varejo dos institucionais, com ordens de varejo sendo executadas fora do mercado *lit*.

Desse modo, a segregação do mercado fere o princípio da diversidade e deve levar a uma piora na formação de preços e na qualidade do mercado, com spreads praticados mais largos e menor profundidade no livro, reduzindo a liquidez no mercado *lit*, com especial penalização para ativos menos líquidos.

A falta de diversidade causada pela segregação das ordens reduz a capacidade de interação dos investidores institucionais com todos os fluxos e reduz o tamanho e a

liquidez do mercado, podendo reduzir a quantidade de ações elegíveis para compor as carteiras dos grandes investidores institucionais (locais e internacionais).

Além da sua dimensão e liquidez, o mercado de capitais brasileiro se desenvolveu muito nas últimas décadas ancorado nos princípios de (i) acesso universal e não discriminatório aos mercados de bolsa, (ii) busca da diversidade de participantes e investidores, (iii) foco na transparência para o investidor, (iv) segurança para o investidor, (v) supervisão e *enforcement* das regras, e (vi) ampla credibilidade. Esses pilares fizeram com que o mercado brasileiro encontrasse um novo patamar que hoje é largamente reconhecido pelos investidores e reguladores internacionais.

Neste período, o Brasil teve muito sucesso em: (i) desenvolver a indústria de investidores institucionais, que atualmente conta com mais de 900 gestoras, e R\$ 8,8 tri em ativos sob gestão¹³; (ii) atingir um grande crescimento da participação do investidor pessoa física, que nos últimos 5 anos aumentou 250%, alcançando 5,3 milhões de investidores nos mercados de renda variável, renda fixa e derivativos; (iii) aumentar a participação de firmas globais de negociação proprietária (PTGs) e de alta frequência de negociação (HFTs); e (iv) desenvolver a indústria de intermediação e toda a cadeia de distribuição de produtos financeiros, das corretoras aos assessores e consultores de investimentos até gerentes bancários e analistas e administradores de carteira.

As regras que promovem o amplo acesso ao mercado e à informação, combinadas com a evolução dos seus diversos participantes, tornam o mercado de capitais brasileiro um ambiente altamente eficiente para a formação de preços. Esse cenário tem efeitos muito positivos para a economia e sociedade brasileira, sendo um pilar estrutural muito importante para o bem-estar econômico e social, pontos inclusive mencionados no artigo *Market efficiency: The connection between market efficiency and price discovery*¹⁴.

Uma segregação que levasse à alienação dos participantes mencionados reduziria a importância do mercado brasileiro no cenário global, e, no limite, o mercado brasileiro poderia deixar de estar no radar destes investidores, como ocorre com

¹³ Ranking de Gestores de Fundos de Investimento referente a julho/2024. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/fundos-de-investimento/gestores.htm – Último acesso em: 18 de setembro de 2024

¹⁴ Faster Capital. **Market efficiency: The connection between market efficiency and price discovery**. Disponível em: <https://fastercapital.com/content/Market-efficiency--The-connection-between-market-efficiency-and-price-discovery.html#:~:text=According%20to%20the%20EMH%2C%20all,false%20signals%20or%20manipulated%20prices>. Último acesso em: 28 de setembro de 2024.

outros mercados emergentes, retrocedendo os largos avanços conquistados nas últimas décadas.

Por último, se a formação de preço e liquidez não forem adequadas, os emissores poderiam perder o seu interesse em serem listados no mercado local, bem como poderia se verificar uma nova onda de exportação de ofertas públicas iniciais (IPOs), como a que existiu nos anos 90 com a dupla listagem de empresas brasileiras por meio de *American Depositary Receipts* - ADRs das empresas brasileiras. Ainda, poderia se observar um efeito ainda mais grave: as empresas menores, que atualmente já encontram dificuldades em acessar o mercado de capitais, poderiam ter seu acesso praticamente bloqueado pelo seu tamanho, potencial de liquidez e dificuldade para absorver os custos da listagem *offshore*, acarretando um aumento do seu custo de captação.

9. Competição e Internalização

A manutenção de um ambiente competitivo é saudável para a qualidade do mercado, uma vez que estimula investimentos e a constante evolução dos agentes a fim de proporcionar produtos, funcionalidades e ferramentas que atendam cada vez melhor às necessidades dos investidores.

Neste contexto, a internalização não é competição para o ambiente de bolsa *per se*, pois as regras aplicáveis no mercado *dark* são distintas daquelas aplicáveis no mercado *lit*, especialmente no que tange à transparência de informações e ao acesso irrestrito a investidores.

A competição pressupõe que todos os *venues* trabalhem sob condições iguais e justas, com a aplicação do mesmo nível de exigências regulatórias, e das mesmas regras de transparência e acesso a todos os tipos de investidores. A regulamentação vigente no Brasil já permite a existência de diversos *venues* em ambiente competitivo com as características comparáveis.

Neste sentido, o argumento muitas vezes utilizado de que a internalização poderia impulsionar redução de custos em ambientes de bolsa não encontra evidência empírica nos mercados em que a internalização é difundida.

A internalização de ordens tem sido objeto de intenso debate nos mercados financeiros dos EUA e da Europa, por exemplo, onde alguns argumentam que a prática teria levado à redução de taxas de execução e melhora de preço enquanto outros apontam que não existem evidências concretas que sustentem essa afirmação e que a redução de preços e taxas de bolsas tanto nos EUA quanto na

Europa está mais diretamente associada às reformas regulatórias que promoveram a competição entre diferentes bolsas (Regulação NMS - *National Market System*, implementada nos EUA em 2007, e a Diretiva MiFID - *Markets in Financial Instruments Directive*, introduzida na Europa em 2007 e revisada em 2018 como MiFID II)

Nesta mesma direção, o relatório da ER DESK (ANEXO II) utiliza estudos que mostram que a internalização de ordens não teria sido o fator que levou à redução das taxas das bolsas e que, contrariamente, a internalização de ordens tem levantado preocupações quanto à segregação do mercado e à redução de transparência, elementos responsáveis pela piora na formação de preços e pelo aumento dos custos implícitos (spread) para o mercado como um todo.

Segundo a consultoria, o caso europeu talvez seja o mais adequado para fins da análise do eventual impacto da internalização nas tarifas das bolsas, pois, nele, é possível isolar o referido impacto dos efeitos da entrada de novas bolsas no ambiente competitivo. No início dos anos 2000, a desmutualização das bolsas nacionais na Europa coincidiu com a proliferação da internalização. Mesmo com a competição pelo fluxo, houve um movimento consistente de aumento de preços pelas bolsas em busca de correção de distorções existentes antes da desmutualização (por exemplo, a LSE apresentou um crescimento anual das taxas de negociação de 10,8%; a Deutsche Boerse, de 15,5%; e a Euronext, de 4,5% entre os anos 2000 e 2002), o que reforça o ponto de que a internalização por si só não necessariamente tem o efeito de reduzir tarifas de negociação.

Similarmente, o material produzido por A. Kwan, 2014¹⁵ menciona que não teria sido a internalização de ordens, mas sim a remoção de barreiras regulatórias (conforme será discutido na seção *Benchmark Internacional*), que teriam tido o efeito, ao longo dos anos, de redução nas tarifas das bolsas, e que a internalização pode ter efeitos adversos, como a segregação do mercado e a redução da liquidez nos mercados transparentes, acarretando o aumento dos custos de transação para investidores institucionais e, conseqüentemente, também para os de varejo (que enxergariam uma melhora sobre um preço deteriorado).

A explicação pode residir no fato de que, uma vez permitida a internalização nos mercados opacos, o fluxo deixa de ser acessível pela bolsa e seus participantes e

¹⁵ A. Kwan, R. Masulis, T. McInish. ***Trading Rules, Competition for Order Flow and Market Fragmentation.*** 2014. Disponível em: https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/SSRN-id2365603.pdf. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

não haveria redução de tarifa ou aumento de investimentos realizados pelas bolsas que seria capaz de atrair novamente este fluxo para a tela.

Além do efeito no custo implícito, que será detalhado adiante, a migração de volumes para mercados *dark* pode resultar ainda (i) em um desincentivo ao investimento em inovação e fortalecimento do livro pelas bolsas incumbentes (por exemplo, com a redução dos programas de formador de mercado, mencionada adiante), e (ii) principalmente, ao desincentivo ao surgimento de novos *venues* e, portanto, à competição, uma vez que a redução de volumes e aumento de spreads no mercado *lit* reduzem o mercado potencial (*addressable market*) para o entrante.

Adicionalmente, a Oxera menciona, em seu relatório (ANEXO III)¹⁶ que os resultados pós internalização nas jurisdições estrangeiras foram pouco efetivos na redução dos custos explícitos para o investidor, sendo que as bolsas acabaram por criar mecanismos para prover elas mesmas a melhora de preço aos investidores (RLP da NYSE e RPI da NASDAQ são exemplos). Os casos em que se observou maior benefício foram aqueles nos quais houve maior competição entre ambientes de negociação multilaterais e sem restrição de acesso a participantes.

Sendo assim, a discussão acerca da competição e eventuais benefícios observados em ambientes competitivos não deve ser confundida com a segregação do mercado, verificada na internalização, pois a segregação reduz o incentivo a investimentos em inovação e piora o acesso aos mercados e à formação de preço.

Isso é especialmente verdade em mercados menores, como será explicado no próximo tópico. Quanto menor o mercado, maior o custo e impacto da segregação do mercado. Fatores como conexões com ambientes de negociação, busca de ambiente com maior liquidez, identificação do melhor preço e observância às regras adicionam custos para toda a cadeia.

Além do tamanho do mercado em si, a concentração de intermediários também tem impacto na análise. Em um mercado onde poucos intermediários detêm maior parte do fluxo de ordens menos informadas – como é o caso do mercado brasileiro – a possibilidade de internalização acaba por dificultar ainda mais a sobrevivência de intermediários que não possuam esse tipo de fluxo, independentemente do porte.

10. Efeito da internalização em mercados com características distintas

O tamanho do mercado é um fator crucial para avaliar o impacto da internalização de ordens em um país. Em mercados maiores, como os Estados Unidos e a Europa,

¹⁶ Relatório técnico Oxera (ANEXO III), p. 9.

que possuem grande volume e liquidez, é possível tolerar níveis mais elevados de internalização sem prejudicar significativamente a qualidade do mercado e a descoberta de preços. No entanto, para mercados menores, como o Brasil, que negocia em média US\$5,5 bilhões por dia (incluindo ações, *units*, ETFs e BDRs), os riscos de internalização são mais relevantes.

Considerando o volume total negociado (em ambientes *lit* e *dark*), o mercado de ações nos Estados Unidos, o mais liberal em relação ao tema de internalização entre os *benchmarks*, é aproximadamente cem vezes maior que o mercado brasileiro. O europeu é cerca de dez vezes maior que o brasileiro, e adota uma abordagem regulatória menos liberal. Já o Canadá, que possui um mercado bem menor que os anteriores, adota uma abordagem bastante rigorosa, limitando a internalização para proteger a descoberta de preços e assegurar a integridade do mercado. O Brasil, com um mercado de ações ainda menor (representando, aproximadamente, metade do mercado canadense), deveria ser ainda mais conservador para evitar perda de fluxo e geração de danos irreversíveis para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Além dos tamanhos distintos, vale mencionar que os mercados utilizados como *benchmark* internacional pela CVM em sua AIR, têm origem histórica muito distinta da brasileira, como será explicado na seção sobre *Benchmarks*. Nos Estados Unidos, na Europa e no Canadá, a internalização de ordens não surgiu como uma política deliberada, mas como ponto de partida do mercado, notoriamente segmentado.

Nos EUA, a internalização data dos anos 1950, com o "*third market*", onde *dealers* não membros da NYSE negociavam ativos listados fora da bolsa, inicialmente voltados para investidores institucionais. Ao longo do tempo, esse sistema evoluiu para o que hoje é conhecido como *wholesaling* de ordens de varejo.

A intervenção regulatória neste país, quando ocorreu, foi no sentido de controlar e mitigar os impactos dessa prática, que já estava em vigor. A US Securities and Exchange Commission ("SEC") mostra atualmente preocupação em controlar o aumento da negociação fora de bolsa e em trazer parte do fluxo de volta para os mercados transparentes.

No Canadá, a internalização também se desenvolveu naturalmente, particularmente durante a consolidação bancária e de corretoras no final dos anos 1990, quando os grandes bancos passaram a internalizar ordens de varejo, executando-as contra suas próprias carteiras e as de seus clientes institucionais. Com a preocupação de

proteger a liquidez e a qualidade do mercado, a Toronto Stock Exchange (TSE) formou um comitê especial, que concluiu ser necessário limitar a internalização para preservar a formação de preços e evitar a segregação de mercado.¹⁷

Essas medidas refletem uma tentativa global de proteger a formação de preços e a integridade dos mercados, num movimento contrário à crescente segregação gerada pelo aumento do volume negociado nos mercados opacos.

Na Europa, a internalização remonta à existência de *venues* de negociação em países distintos e à crescente pressão de investidores institucionais por realizar negociações transfronteiriças com a introdução do bloco econômico e da zona do Euro que, combinados com uma intervenção regulatória mínima, fomentaram as forças competitivas que levaram à introdução da internalização nos anos 90.

11. Impactos e formatos na pós-negociação

Apesar de a internalização ser definida pela CVM como ocorrendo no âmbito da negociação das operações, é importante discutir os processos de pós-negociação uma vez que alguns participantes podem defender modelos em que haja extensão da lógica da internalização também a esses processos.

A ausência da exigência de utilização dos serviços centralizados de pós-negociação traz riscos relevantes ao mercado, afetando investidores, intermediários e reguladores, na medida em que podem representar um aumento do risco sistêmico e do grau de complexidade na execução das regras de transparência que precisariam ser adotadas.

Os serviços da pós-negociação são compostos pela compensação, liquidação e depósito centralizado dos ativos, integrando a chamada infraestrutura do mercado financeiro. Em conjunto, tais serviços contribuem para a mitigação dos riscos sistêmicos.

Entende-se por serviço de compensação o procedimento de apuração da posição líquida (créditos menos débitos) de direitos e obrigações das contrapartes. A liquidação da operação é a etapa subsequente, que compreende o mecanismo de entrega contra pagamento (*Delivery Versus Payment*, ou DVP), que garante que a entrega só acontecerá se e quando houver o respectivo pagamento, protegendo os

¹⁷ *Market Fragmentation: Responding to the Challenge. Special Committee of the Toronto Stock Exchange, 1997*

investidores de eventuais falhas no cumprimento das obrigações da outra ponta da operação.

A liquidação envolve, ainda, o processo de alocação, a captura de operações, o controle de posições, o tratamento de eventos corporativos ainda não concluídos e o repasse de operações responsáveis por garantir o registro e o correto destino das operações.

No Brasil, a regulamentação exige que a compensação e liquidação de operações em mercado de bolsa sejam sempre realizadas por entidade que assuma a posição de contraparte central, exigência que garante segurança às negociações, proteção aos investidores e mitiga riscos de crédito, inclusive em cenários de estresse. A regulamentação brasileira também exige a existência de contraparte central na compensação e liquidação das operações do mercado de balcão organizado em alguns casos¹⁸.

A contraparte central assume a posição de compradora de todo vendedor e vendedora de todo comprador na liquidação das respectivas obrigações. Assim, a contraparte central se interpõe entre comprador e vendedor realizando a compensação das operações liquidadas em seu sistema a partir do saldo líquido multilateral, mesmo que uma das contrapartes não cumpra com suas obrigações de entrega ou pagamento.

Ademais, o controle de posição realizado pela contraparte central fornece informações para o processo de cálculo de risco e segregação das garantias que mitigam a exposição a riscos do sistema.

Por realizarem a compensação multilateral e estabelecerem um controle de risco mais eficaz a todos os seus participantes, as contrapartes centrais têm o potencial de reduzir significativamente os riscos para todos os participantes¹⁹, com a adoção

¹⁸ Nos termos da Resolução CVM 135. Art. 116. Mercado de bolsa é aquele que: (...) Parágrafo único. As operações realizadas no mercado de bolsa devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central. Art. 142. O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas: (...) Parágrafo único. As operações realizadas com a utilização das formas mencionadas nos incisos I e II do caput devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central.

¹⁹ *Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions. Principles for financial market infrastructures. A central counterparty interposes itself between counterparties to contracts traded in one or more financial markets, becoming the buyer to every seller and the seller to every buyer and thereby ensuring the performance of open contracts. A CCP becomes*

de salvaguardas e instrumentos para administração e controle de risco que visam garantir o cumprimento das obrigações por ela assumidas.

A manutenção da exigência de realização da compensação e liquidação das operações de forma centralizada, mesmo em um cenário de internalização de ordens, é uma medida importante para que não haja aumento do risco sistêmico no mercado brasileiro. É possível argumentar que o intermediário, que conhece as contrapartes internalizadas, poderia performar este papel e reduzir os custos dessas infraestruturas para o cliente final, no entanto a discussão merece olhar atento e profundo.

Em um cenário de internalização fora de bolsa mais abrangente, a retirada da obrigação de compensar e liquidar as operações em infraestrutura de mercado resulta em vários novos riscos sistêmicos.

O primeiro está associado ao aumento de risco operacional do intermediário, já que a corretora teria que ter procedimentos e sistemas robustos para fazer o papel de compensador de risco, especialmente com o aumento do número de operações. Adicionalmente, há de se considerar a necessidade de o regulador monitorar cada um dos intermediários com maior profundidade para garantir que eles tenham a mesma robustez, processos e especialmente capacidade econômica que a infraestrutura de mercado possui para carregar o risco das operações internalizadas.

O segundo risco relaciona-se à possibilidade de interação de investidores com mais de um *pool* de internalização. Neste cenário, se o investidor realiza a compra em um internalizador e a venda por outro, as posições não se compensariam resultando em aumento da necessidade de caixa intradiária dos investidores, com impactos diretos nos custos e eficiência de mercado. Além disso, sem a figura centralizadora, poderia haver a elevação do risco de contraparte e um efeito cascata de insolvências em caso de *default*, especialmente se acontecesse em posições grandes.

Um terceiro risco, ainda mais relevante, está relacionado à situação em que o intermediário age no papel de principal. Neste caso o intermediário utiliza sua conta

counterparty to trades with market participants through novation, an open-offer system, or through an analogous legally binding arrangement. CCPs have the potential to reduce significantly risks to participants through the multilateral netting of trades and by imposing more-effective risk controls on all participants. For example, CCPs typically require participants to provide collateral (in the form of initial margin and other financial resources) to cover current and potential future exposures. CCPs may also mutualise certain risks through devices such as default funds. As a result of their potential to reduce risks to participants, CCPs also can reduce systemic risk in the markets they serve. The effectiveness of a CCP's risk controls and the adequacy of its financial resources are critical to achieving these risk reduction benefits.

proprietária para comprar e vender ativos em operações internalizadas de seus clientes e, em uma situação em que comece a acumular posições em determinada ponta do negócio (se o fluxo internalizado passar a ser desequilibrado entre os fluxos comprador e vendedor dentro de um mesmo intermediário), naturalmente enfrentaria um aumento significativo do seu risco para o mercado. Neste cenário, o intermediário teria que recorrer a formadores de mercado ou ao mercado de bolsa para zerar sua exposição.

Foi o que ocorreu em janeiro de 2021 com a Robinhood, uma corretora popular entre investidores de varejo nos Estados Unidos, no caso das ações da GameStop (GME). No dia em que este ativo experimentou uma volatilidade extrema e aumento de preço impulsionado pela coordenação de investidores de varejo em fóruns *online*, que começaram a comprar massivamente as ações da empresa (diz-se que muitos desses investidores tinham a intenção de forçar um "*short squeeze*" contra grandes *hedge funds* que tinham posições vendidas significativas na ação), à medida que o preço da GameStop disparava, a corretora Robinhood começou a enfrentar um enorme fluxo de ordens direcionais de compra de seus clientes internalizados.

Esse volume incomum de ordens direcionais rapidamente levou ao acúmulo de posições na corretora, que normalmente encaminharia essas ordens para formadores de mercado que garantem liquidez e a sua execução, mas que, devido ao risco associado ao volume elevado, ao padrão direcional das ordens e à alta volatilidade do preço da ação, começaram a recusar essas ordens.

Essa situação trouxe à tona os riscos e desafios associados à internalização de ordens, à fragilidade da posição de capital e gestão de risco dos intermediários e à dependência de formadores de mercado para manter a liquidez, especialmente em condições de mercado extremas ou desequilibradas.

Como resultado neste caso, a Robinhood tomou a decisão controversa de restringir a negociação de ações da GameStop e outros ativos voláteis, permitindo apenas a venda dessas ações e não a compra, o que gerou uma reação intensa de investidores e questionamentos regulatórios e legislativos sobre as práticas da corretora.

Em um caso como esse, em ambiente de internalização, o intermediário tentaria direcionar as ofertas para encerramento das posições em bolsa. Porém poderia superar os limites estabelecidos pela CCP, ou, enfrentar o descasamento de fluxos e janelas de liquidação, situação em que o intermediário teria problemas ao enfrentar alto requerimento de margem que talvez não tenha capacidade econômica para absorver, impactando todo o sistema. Neste caso extremo, poderia ocorrer a insolvência do participante com prejuízos para seus clientes, para a estrutura de

salvaguardas da CCP e para o mercado como um todo. Esse caso serve de exemplo para o potencial dano que pode ser gerado pela internalização fora de bolsa.

Além destes novos riscos sistêmicos, em um cenário de retirada da obrigação de compensar e liquidar em infraestrutura de mercado as operações internalizadas fora de bolsa, haveria maior ineficiência no processo de *netting* de posições para cálculo de chamada de margens na CCP. Isto poderia resultar em um aumento expressivo da chamada de margens de participantes que possuam posições direcionais em diferentes ambientes e, portanto, elevar o custo de liquidez e capital destes participantes e do mercado como um todo.

O último dos serviços de pós-negociação é o de depósito centralizado, que é realizado por instituição responsável pela guarda centralizada dos ativos, controle de titularidade, conciliação diária dos saldos e movimentações, tratamento de eventos deliberados pelos emissores e registro de ônus e gravames.

Por guardar todas as informações relacionadas à titularidade dos valores mobiliários, movimentações e eventos incidentes sobre os ativos, o depositário central atua como a entidade centralizada que concentra a administração do recebimento e transmissão de informações entre o emissor e o investidor (*golden source*), devendo apresentar o maior grau de transparência e confiabilidade.

O Princípio 11 dos *Principles for Financial Market Infrastructures* (PFMI) prescreve que as centrais depositárias devem dispor de regras e procedimentos adequados para ajudar a garantir a integridade dos valores mobiliários e minimizar e gerir os riscos associados à sua guarda e transferência²⁰.

No Brasil, a regulamentação exige que os valores mobiliários sejam mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas por investidor, incumbindo ao custodiante a abertura de tais contas de depósito em nome dos

²⁰ Bank for International Settlements and International Organization of Securities Commissions. ***Principles for financial market infrastructures***. 2012. *Principle 11: Central securities depositories A CSD should have appropriate rules and procedures to help ensure the integrity of securities issues and minimise and manage the risks associated with the safekeeping and transfer of securities. A CSD should maintain securities in an immobilised or dematerialised form for their transfer by book entry.* Disponível em: <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

investidores²¹, exigindo-se, portanto, a identificação ao nível do beneficiário final, o que reduz riscos sistêmicos²².

Os impactos da internalização de ordens na pós-negociação tendem a agregar ineficiências para o mercado brasileiro e se mostram mais complexos do que os impactos observados em outros mercados (a exemplo daqueles utilizados como *benchmark* na AIR) em razão da adoção no Brasil do modelo de beneficiário final para controle da titularidade de valores mobiliários - modelo este que traz proteção aos investidores e ao sistema, além de resguardar direitos dos acionistas e emissores – e do incremento na exposição de riscos sistêmicos, sobretudo na hipótese de inadimplências ocorridas em intermediários pouco capitalizados.

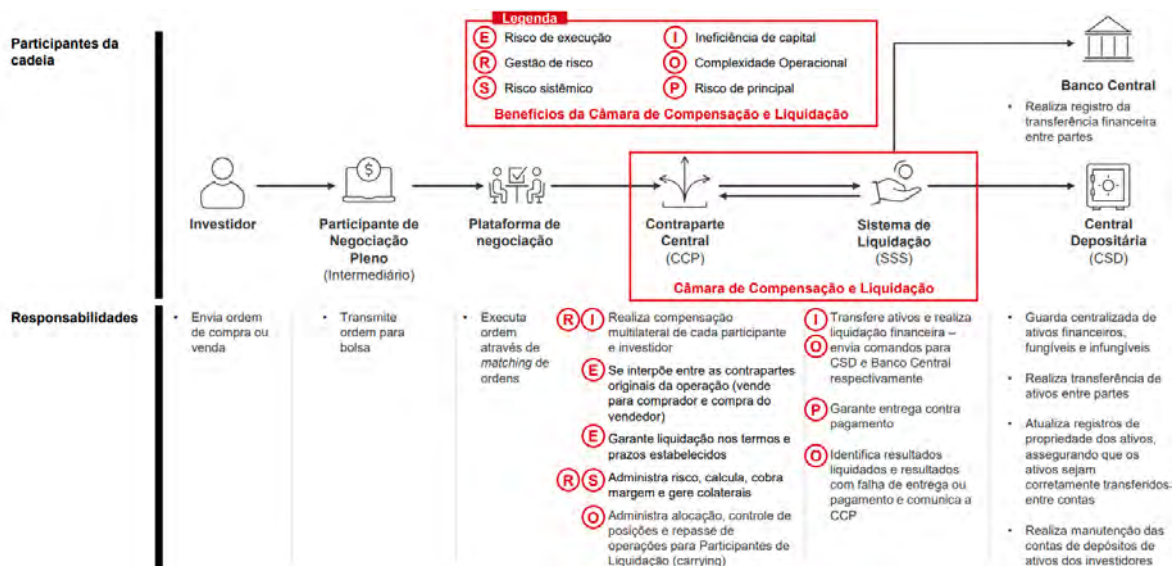
Em resumo, a expansão do conceito de internalização para serviços de pós-negociação pode, de um lado, trazer um senso de diminuição de custos com redução de emolumentos, e a possibilidade de ganhos maiores para as corretoras, porém, de outro lado, tende a aumentar os custos implícitos do mercado como um todo, ao acarretar diversas externalidades negativas que não podem ser ignoradas: (i) maior complexidade operacional; (ii) aumento custo de capital e regulatório, (iii) aumento do custo de supervisão e observância do mercado; (iv) ineficiência na gestão de risco pela piora nas chamadas de margem; e (v) aumento do risco de principal e perda nos mecanismos de salvaguardas.

Por fim, somado aos possíveis impactos negativos na deterioração da qualidade do livro público de ofertas em razão da internalização, poderia ser observado um risco sistêmico muito maior para o mercado como um todo com a retirada da exigência de centralização de algum dos serviços de pós-negociação, que não compensaria um custo menor no curto prazo e levando a um aumento do custo implícito no médio e longo prazo. Conforme alertado na Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), eventual simplificação da infraestrutura de pós-negociação “dificultaria a observância ao objetivo do Relatório da IOSCO de redução do risco sistêmico, bem como violaria os incisos I, II e III do artigo 4º da Lei nº 6.385/1976, pois afetaria a

²¹ Resolução CVM 31. Art. 33. Os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas por investidor e movimentáveis a partir de crédito ou débito. § 1º As contas de depósito devem ser abertas, em nome dos investidores, pelos custodiantes por eles contratados. § 2º Incumbe aos custodiantes que prestam serviços para os investidores a realização de todos os atos de identificação destes perante o depositário central e de representação para a realização de atos relacionados ao depósito central, observadas as regras e procedimentos mínimos estabelecidos pelo depositário central.

²² Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), p.–59-60.

credibilidade e confiabilidade do mercado, bem como o funcionamento eficiente da pós-negociação de valores mobiliários”²³.



Fonte: B3

12. Efeito “carona”

Bem público é aquele que beneficia todos os agentes e não apenas os que incorrem nos custos para sua criação, produção, desenvolvimento ou distribuição. O “efeito carona”, ou seja, a exploração do bem público por *free-riders* é uma falha de mercado porque desestimula investimentos e beneficia parcela do mercado em detrimento dos demais participantes.

No contexto da internalização, o problema da exploração dos bens públicos ocorre quando internalizadores de ordens se beneficiam de um sistema de preços subjacente sem internalizar plenamente os custos associados, atuando como “carona”. Nem as ordens internalizadas participam do processo de formação de preço nem os intermediários que internalizam ordens incorrem nos custos relacionados à manutenção dessa estrutura ou à produção e distribuição dos dados.

Mesmo que tarifas sejam cobradas para a sua utilização, a atribuição certa do custo é impossível, pois muitas vezes os investimentos realizados para produção e distribuição de dados são indissociáveis dos investimentos necessários para robustecer a negociação e o processo de formação de preços (e para melhorar a própria qualidade da informação), em um processo típico de um caso de “*joint costs*”

²³ Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), p.61.

(investimentos indissociáveis na infraestrutura, plataformas tecnológicas, gestão de risco nos serviços de pós-negociação e *expertise* humana).

A existência de *free-riders* pode reduzir os incentivos para investimentos na operação de ambientes de negociação que contribuem para a formação de preços, resultar em menor competição, na medida em que desincentiva novos entrantes, reduz a liquidez no ambiente de bolsa, pois a exploração do sistema de formação de preços sem contribuição adequada pode desestimular a participação de outros investidores e formadores de mercado, e levar ao aumento dos custos como um todo para negociar na bolsa.

Um exemplo clássico disso é o investimento que a B3 realiza nos programas de formador de mercado em seus contratos. Há cerca de uma década a B3 implementou um modelo para incentivar a participação de formadores de mercado com obrigações de presença em tela com o objetivo de aumentar a liquidez dos contratos e a probabilidade de que os investidores em geral possam entrar e sair dos ativos com facilidade, encontrando uma contraparte provedora de liquidez em tela com spreads justos.

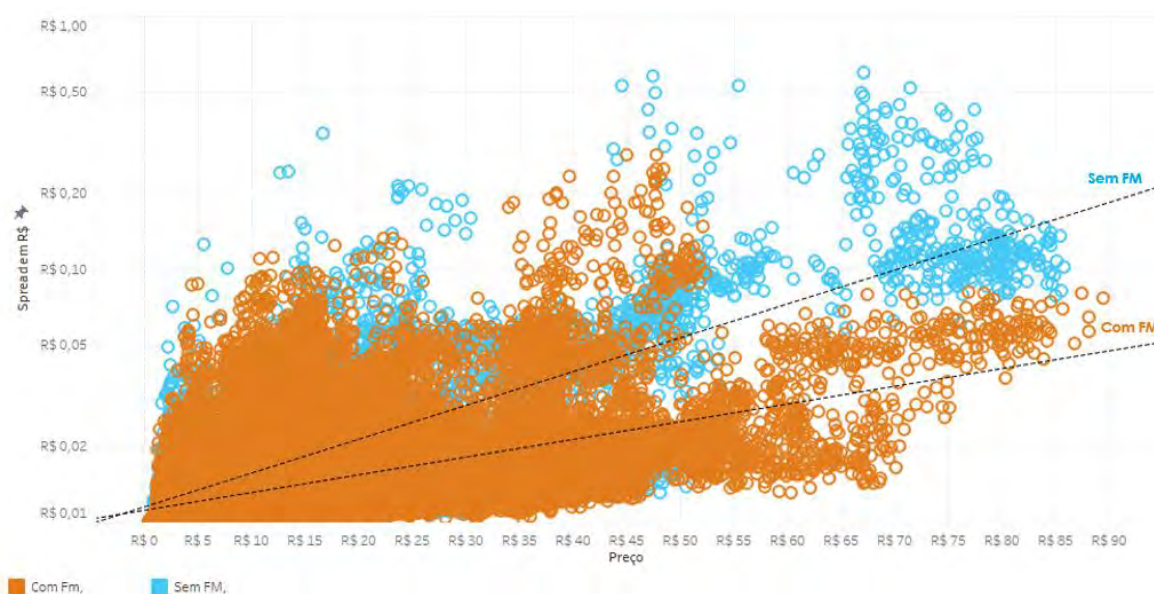
Como é de amplo conhecimento, os programas de formador de mercado implicam no credenciamento de algumas instituições que recebem, a depender do formato do programa, incentivos de isenção ou redução de custos de bolsa, créditos de negociação (*stipends*), distribuição de resultado e outras vantagens e isenções associadas à sua conexão física à bolsa, em troca do oferecimento, de forma consistente e monitorada, de liquidez em tela para determinados contratos, dentro de parâmetros mínimos de atuação relacionados a tempo de presença, volumes mínimos e spreads máximos praticados.

Analisando o mercado de ações à vista como exemplo, parte significativa das ações negociadas na B3 possui formador de mercado contratado para atuar oferecendo liquidez em tela. Por ano, a B3 investe centenas de milhões de reais em benefícios para os formadores de mercado que atuam nessas ações. Esse valor é calculado considerando as isenções de tarifas de negociação dos ativos em que atuam e no *hedge* na carteira do ETF de renda variável, considerando que todas essas operações existiriam mesmo em um cenário em que não houvesse formador de mercado.

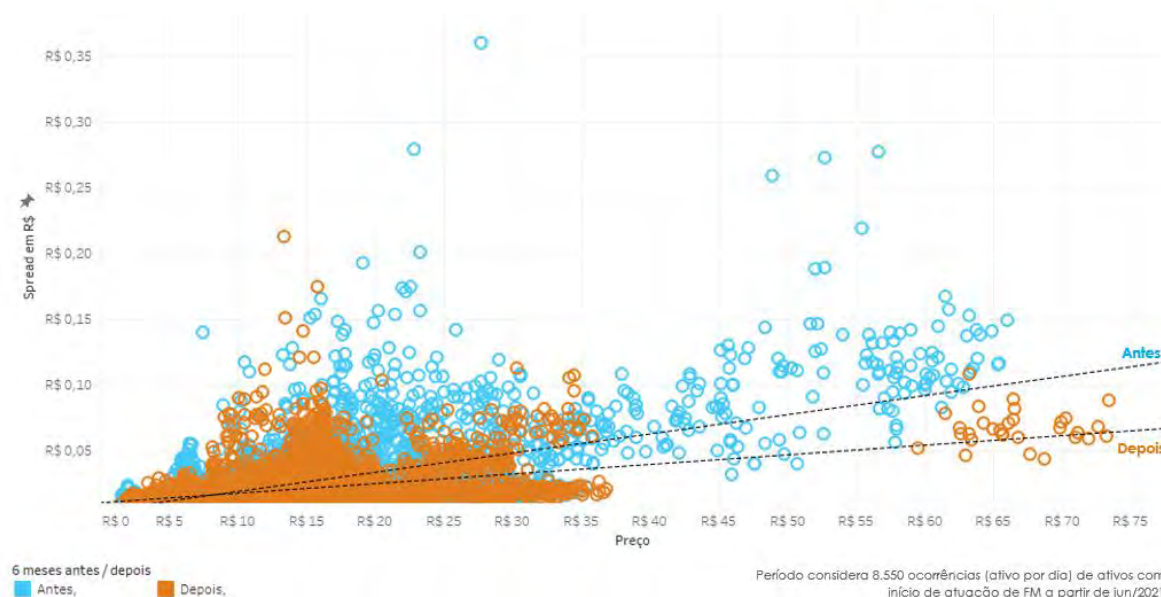
De outro lado, estimou-se o benefício gerado com os programas de formador considerando a diferença entre o valor de execução real dos negócios e o preço hipotético da execução em um mercado sem formador de mercado (estimado em 17% pior, com base nas regressões dos preços médios no mercado de ações com e sem formador de mercado). Por esse cálculo, em média, cada R\$1 gasto nos

programas de formador de mercado gera um benefício de R\$7,45 na redução de spread para os investidores de forma global.

A relação direta entre a tendência de redução dos spreads em tela ao longo do tempo e a inclusão dos programas de formador de mercado pode ser claramente observada. As análises abaixo podem auxiliar neste entendimento. No primeiro gráfico, compara-se o spread observado em papéis com e sem formador de mercado durante o ano de 2023; no segundo, em outra ótica, a redução de spreads em ativos específicos, examinando o antes e depois da introdução dos programas de formadores de mercado. Nos dois casos, é estatisticamente significativa a relação de causa e efeito e a redução de custo implícito para o mercado é da ordem de 17 pontos percentuais.



Fonte: B3



Fonte: B3

Período	Spread médio em R\$	Spread médio em %	Redução (em p.p.)
6 meses antes	0,0294	0,171%	
6 meses depois	0,0206	0,141%	
Variação	- 0,0088	- 0,030%	-17 p.p.

Fonte: B3

Como mencionado, a B3 investe centenas de milhões de reais por ano nos programas de formador de mercado de ações à vista (através de descontos e isenções) e a aprovação da internalização de ordens fora de bolsa permitiria o surgimento de *free-riders* que, embora se beneficiem de preços mais justos e de um livro mais saudável como referência para melhor execução e melhora de preços, não contribuem nem para o processo de formação de preço em si, nem para suportar os custos dos programas de formador de mercado que largamente contribuem para a melhor descoberta de preços e estreitamento dos spreads.

Em um cenário em que seja aprovada internalização de ordens, foi mencionada anteriormente a possibilidade de redução significativa dos volumes operados e aumento considerável dos spreads praticados no mercado *lit*, cenário em que o formador de mercado teria pouco incentivo em continuar atuando com a perspectiva de ganhos menores, ou, no mínimo, exigiria benefícios maiores e obrigações menores para atuar provendo liquidez na tela, o que efetivamente pioraria a relação do benefício gerado em redução de spread para cada real gasto nos programas da B3.

Além disso, haveria menor incentivo para investir em programas de formador de mercado pelos administradores de mercado de bolsa, já que o seu investimento seria aproveitado por parcela significativa do mercado sem que incorressem nos custos para sua utilização. Nesse sentido, o clássico problema do *free-rider* levaria ao desincentivo para a inovação e investimentos em melhorias para a estrutura de mercado.

Sem esse incentivo, a tendência seria de piora dos preços do mercado transparente, com reflexo imediato nos custos implícitos do mercado como um todo, inclusive do varejo, que passaria a contar com uma melhor execução, porém sobre um NBBO pior devido ao alargamento do spread. Sendo assim, potencialmente o investidor teria um custo de execução pior do que se as ordens não tivessem sido internalizadas.

13.Conflitos de interesses

Nos termos do art. 31 da Resolução CVM 35/21, o intermediário deve exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes, sendo vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes.

Tal dever de boa-fé e lealdade do intermediário em relação aos seus clientes é um dos pilares para a construção e manutenção da confiança dos investidores na higidez do mercado e tem no dever de melhor execução (*best execution*) um de seus principais reflexos.

Nos termos do art. 20 da Resolução CVM 35, o intermediário deve adotar todas as medidas suficientes para obter o melhor resultado possível para o cliente, levando em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

No caso de execução de ordem proveniente de investidor não qualificado, o intermediário deve considerar, como fator preponderante, o desembolso total pela operação, o que inclui toda e qualquer despesa suportada pelo investidor (art. 20, §1º, da Resolução CVM 35).

Assim, a menos que haja instrução específica a respeito da condição de execução da ordem (art. 20, § 2º, da Resolução CVM 35), o intermediário deve objetivar sempre a melhor execução das ordens transmitidas por seus clientes, nos termos estabelecidos pela Resolução CVM 35.

O estabelecimento desse sistema de regras direcionados à melhor execução tem razão de ser dentro da lógica do funcionamento do mercado de valores mobiliários. Com efeito, os intermediários têm desafios e custos concretos ao buscar a melhor execução, que podem funcionar como um desincentivo para a melhor execução²⁴. Ademais, um segundo problema que tal regulação visa endereçar é o atendimento, pelo intermediário, dos próprios interesses, em detrimento dos interesses de seus clientes e em inobservância do seu dever fiduciário.

Desse modo, ao enviarem suas ordens de compra e venda de valores mobiliários, os investidores precisam ter a certeza de que eventual negócio será executado no melhor preço, seguindo critérios justos, transparentes e claros, sem qualquer interferência ilegítima do intermediário ou de terceiros.

Para tanto, deve o intermediário estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a permitir que seus clientes obtenham as melhores condições disponíveis no mercado para a execução de ordens (art. 21, inciso I da Resolução CVM 35).

Na hipótese de execução em bolsa, as ofertas são ordenadas seguindo a regra da prioridade preço-tempo (*price-time priority*), garantindo que ofertas de compra com preço maior cruzem com as ofertas de venda com preço menor, em ambos os casos dando-se prioridade às ofertas registradas primeiro, garantindo a transparência no processo de execução de negócios.

Na ocorrência de ordens concorrentes dadas simultaneamente por clientes que não sejam pessoas vinculadas e por pessoas vinculadas ao intermediário, as ordens de clientes que não sejam pessoas vinculadas ao intermediário devem ter prioridade (art. 21, § 2º, inciso II, da Resolução CVM 35).

Já no cenário em que fosse permitida a internalização, determinadas ordens seriam executadas no sistema interno do intermediário ao invés de seu direcionamento ao livro central de ofertas, sendo que estas ordens passariam a ser executadas (a) contra a carteira própria do intermediário (ou direcionadas para execução de terceiro contratado) que participa da operação no papel de principal, ou (b) contra a ordem de outros clientes do intermediário, que participa na operação como agente.

²⁴ Como aponta a Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI): "Geralmente, investidores de varejo dão muito poucas instruções a seus intermediários quando determinam a compra ou venda de um ativo. (...) Assim, em um mercado em que exista concorrência e, portanto, inúmeras opções de onde e como executar uma ordem, o interesse dos clientes pela melhor execução possível pode ser contraposto pelas dificuldades ou custos inerentes ao processo de identificar o melhor preço ou forma de executar tal ordem" (p.3-4).

Como apontado na Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI)²⁵, os estudos demonstram que os principais cenários que favorecem a configuração de conflitos de interesses em ambientes internalizados são três: (i) atuação do intermediário como contraparte da ordem; (ii) prática do PFOF; e (iii) acesso a informações privilegiadas detidas por aqueles intermediários que internalizam ordens de clientes.

Especialmente no primeiro caso, em que o intermediário age como principal (ou vende o fluxo para um terceiro que assume este papel), a internalização pode favorecer o surgimento de importantes conflitos de interesses e incentivar comportamentos não desejáveis que resultem em benefício para determinados agentes em detrimento dos demais.

Conflitos de interesse geralmente surgem devido a um desequilíbrio de informações entre duas ou mais partes²⁶. Na internalização, esses conflitos de interesse resultam prioritariamente da assimetria informacional inerente ao processo tendo em vista que os intermediários e as instituições para quem eles eventualmente vendam o fluxo internalizado podem utilizar essas informações em benefício próprio, visando a maximização dos seus ganhos em detrimento do dever de melhor execução para seu cliente.

Em jurisdições onde a internalização é permitida, cabe ao intermediário decidir internalizar o fluxo ou direcionar as ordens diretamente ao livro central de ofertas para serem executadas em bolsa. Idealmente, o intermediário deveria realizar tal escolha objetivando o cumprimento da melhor execução para seu cliente, em observância aos deveres de boa-fé, lealdade e melhor execução das ordens.

Porém, a existência de interesses financeiros do intermediário na execução do negócio (o ganho financeiro obtido por meio de spread de compra e venda ou da venda do fluxo de ordens) pode sobrepujar o cumprimento de seus deveres fiduciários e trazer à tona comportamentos indesejados afetando a confiança e integridade do mercado, entre eles:

²⁵ Nota técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI) págs. 17-43

²⁶ International Organization of Securities Commissions. **Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries**. November 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD342.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024. "Conflicts of interest usually arise due to an imbalance of information between two or more parties. Reliable information is a necessary tool for markets to serve their purpose efficiently. Asymmetric information between different parties creates the possibility where the party with access to more reliable information can take advantage of the situation. Asymmetry of information such as in the case where a business manager is better informed about his firm's risks and returns as compared to a purchaser of the firm's securities, can lead to problems faced through adverse selection and moral hazard."

i. Prática de "*cream skating*"

O termo "*cream skating*" refere-se à prática de segmentação, por parte dos intermediários, de ordens de investidores com distintos perfis de risco e níveis de conhecimento sobre o preço do ativo negociado.

Na ausência de regulamentação contrária, é mais interessante para um intermediário escolher internalizar as ordens do cliente de varejo, conhecidas como menos informadas, onde há menor chance de seleção adversa, maior potencial de lucro e menor risco, potencialmente preterindo ordens de clientes institucionais que seriam enviadas para o livro central²⁷ e transportando e/ou agravando o problema da seleção adversa para o ambiente de bolsa²⁸.

Desde que acompanhada de exigência regulatória de melhora de preço, essa prática pode resultar, em um primeiro momento, em uma condição melhor de execução das ordens dos investidores de varejo, mas quando realizada de forma ampla, a prática pode levar ao esvaziamento de liquidez, redução de diversidade do livro e piora da qualidade do processo de formação de preços nos ambientes *lit* em que haveria prevalência do perfil institucional. Neste caso, a melhora de preço passaria a ser sobre uma referência (NBBO) pior, ou seja, o cliente de varejo teria um preço final pior do que o obtido caso não houvesse segregação e suas ordens continuassem a ser executadas em mercados *lit*, de amplo acesso e com vários tipos de participantes e investidores interagindo para a formação de um NBBO mais justo.

ii. Prática de preterição de ordens

Um tema próximo à prática de "*cream skating*" é o incentivo à preterição de ordens que pode ocorrer quando um intermediário decide priorizar a execução de suas próprias ordens ou de ordens de clientes preferenciais em detrimento de outras ordens que deveriam ter prioridade com base em critérios de preço/tempo. Essa prática pode afetar a transparência e a integridade do mercado, pois pode resultar em preços menos favoráveis para os clientes ou em um tratamento desigual entre esses.

²⁷ Essa é a linha de conclusão de estudo feito no mercado holandês citado na Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI): "A ocorrência de *cream skating* em mercados fragmentados foi demonstrada em estudo empírico realizado com ações de empresas holandesas. Os autores concluíram: '[t]he negative impact of dark trading is consistent with a 'cream-skimming' effect, where the dark markets mostly attract uninformed order flow which in turn increases adverse selection costs on the visible markets. More generally, our results imply that the type of trading venue determines the overall costs and benefits of competition between trading venues.'", (p.40.).

²⁸ Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), p. 30.

iii. Execução subótima

À medida que o mercado se segmenta e a transparência em relação ao preço justo reduz, mesmo não sendo autorizado, o intermediário pode optar por (i) executar ordens internamente a preços que não são os melhores disponíveis no mercado, ou (2) atrasar a execução das ordens para fazê-lo em momento que seja mais propício para maximizar o seu resultado.

Apesar de as regras de melhor execução normalmente exigirem a observação do melhor preço de mercado, as fitas consolidadas utilizadas para consumo do NBB0, referência para o *best execution* e para as regras de melhora de preço em mercados que permitem a internalização, normalmente consolidam apenas os preços das transações ocorridas no ambiente *lit*. Além disso, é desafiador garantir, mesmo com todos os controles e regras estabelecidas, que o intermediário tenha utilizado a referência do momento correto para executar uma ordem quando esta ordem não sofre nenhum processo de transparência pré-negociação.

A falta de transparência dificulta o trabalho de fiscalização dos reguladores e autorreguladores, bem como reduz a consciência dos clientes sobre a prática, de forma que o intermediário pode sentir-se incentivado a seguir e escalar esse comportamento, conforme se verá com mais detalhes na próxima seção desta manifestação.

iv. Incentivo à internalização sem limites

O mundo tem passado por uma transformação importante no que diz respeito às taxas cobradas dos clientes pelos intermediários. O movimento “comissões zero” iniciado pelos intermediários em mercados *offshore* e adotado amplamente no mercado brasileiro é fruto do aumento da concorrência e necessidade de atração de novos clientes, tendo transformado o modelo de cobrança de explícito (e transparente) para implícito (e mais difícil de ser observado pelo cliente).

Em lugar de corretagem e taxas, os intermediários passaram a embutir seus custos e lucro no spread das operações fechadas. Neste contexto, uma vez que com a internalização o intermediário consegue cruzar as ordens de seus clientes e absorver o spread de compra e venda sem interferência de outros participantes de mercado e com pequeno risco de mercado, caso não haja um limite imposto pela regulação, existe um incentivo a que o intermediário privilegie cada vez mais a internalização de fluxos, o que faria com que o volume negociado no mercado opaco seja cada vez maior (em linha com o que é observado nos mercados onde a internalização é permitida de forma ampla) e mais concentrado em poucos e grandes intermediários,

o que pode ocorrer em detrimento da qualidade da formação de preço nos mercados *lit*.

Por sua vez, a redução da qualidade na formação de preço pode levar a uma migração de outros participantes para o mercado opaco, em busca dos *pools* de liquidez e do acesso aos perfis menos informados, ou aliená-los completamente da referida jurisdição, resultando em possível aumento do spread de referência do ativo.

O eventual aumento no spread tende a reduzir a qualidade e o tamanho do mercado transparente e a gerar um incentivo perverso à migração ainda maior dos fluxos para o mercado opaco, pois, quanto maior o spread, maior o ganho potencial dos intermediários com a internalização. Neste caso, a redução da qualidade do livro com aumento dos spreads praticados no *lit* é vantajosa para o intermediário que internaliza fluxo de seus clientes, pois reduz a percepção do preço justo do ativo e aumenta o ganho potencial em cruzar ordens e absorver o spread de compra e venda das operações. Portanto, sem restrições ou limites, este movimento pode ser contínuo e irreversível.

v. Direcionamento de fluxo em razão do PFOF

A prática do PFOF permite que um intermediário direcione parte ou todo seu fluxo de ordens para execução fora de mercados transparentes a um terceiro provedor de liquidez (formador de mercado, *wholesalers*) em troca de uma remuneração.

Quando o intermediário recebe pagamento para direcionar ordens de seus clientes a esses terceiros, é criado um incentivo a que o intermediário priorize o recebimento dessas comissões ao invés de buscar a melhor execução para o cliente e priorize estes clientes potencialmente atrativos em detrimento aos demais.

A prática do PFOF vem sendo amplamente discutida pelos reguladores nas jurisdições onde a internalização fora de bolsa é permitida, o que é descrito em mais detalhes na seção sobre o *benchmark* internacional. Muitas jurisdições já proibiram ou estão analisando a proibição do PFOF, exatamente por terem identificado o surgimento deste conflito e a subsequente piora nas condições de execução das ordens dos investidores.

Intuitivamente, não é difícil entender que a remuneração ao intermediário pelo terceiro só é viável porque este provedor de liquidez, ao acessar o fluxo “menos

informado²⁹ e absorver o spread de compra e venda deste fluxo sem competição, ganha dinheiro suficiente para ser remunerado e ainda remunerar o intermediário, o que leva ao questionamento sobre o grau de repasse de melhoras de preço para o investidor final³⁰.

As percepções da literatura especializada e da própria SEC corroboram o questionamento de que as instituições que compram as ordens não têm incentivos para melhor executar as ordens dos clientes de terceiros, tendo em vista que receberão essas ordens de qualquer maneira, em razão dos arranjos comerciais que existem com esses terceiros³¹.

Embora algo semelhante ao PFOF existe no Brasil dentro do escopo da oferta RLP da B3, onde o intermediário pode decidir direcionar o seu fluxo de varejo para um terceiro provedor de liquidez, a B3 exerce papel importante de proteção da higidez do mercado neste contexto pois através da oferta RLP (i) o critério de *best execution* é garantido pelo sistema de negociação (PUMA) conforme descrito na parte A, item 3, e (ii) existe um limite máximo do fluxo de varejo que pode ser internalizado (*cap*).

vi. Utilização da informação do fluxo em benefício próprio

Em seu documento de Diretrizes para a Regulação de Conflitos de Interesse Enfrentados por Intermediários de Mercado³², a IOSCO descreve o *front running*

²⁹ Relatório Parcial de AIR sobre internalização de ordens, p. 43. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20240509-estudo-asa-air-internalizacao-de-ordens.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024

³⁰ Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI). Embora a melhora de preço para o investidor final seja um argumento recorrente em favor da internalização, os estudos empíricos sobre o tema colocam em dúvida a alegada economia: “De outro lado, estudos empíricos demonstram que a melhora do preço para os clientes, se existente, é marginal. Quem geralmente se apropria dessas economias são os próprios intermediários. Um estudo de 2022, que analisou os dois principais intermediários que realizam PFOF nos Estados Unidos, encontrou evidências de que, embora o PFOF possa gerar melhorias de preço, os conflitos de interesse frequentemente impedem que esses benefícios sejam repassados aos investidores, de forma que a transferência do fluxo de ordens frequentemente resulta na apropriação, pelos intermediários, das melhorias de preço na execução das ordens dos seus clientes.” p.24-25.

³¹ Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI), p.32-33.

³² International Organization of Securities Commissions. **Guidelines for the Regulation of Conflicts of Interest Facing Market Intermediaries**. November 2010. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD342.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024. “A.2 Front Running. This is a problem that arises when an intermediary deals in brokerage services and is also involved in proprietary trading. The conflict exists when a broker is involved in dealing services through executing orders for the intermediary’s account, while taking advantage of advanced knowledge of pending orders from its client. For example, a broker who gets information from a client to undertake an order can place the same order for the intermediary’s dealing account

como sendo um problema que surge quando um participante do mercado realiza serviços de intermediação e negocia através de sua carteira própria aproveitando-se do conhecimento privilegiado que possui, incorrendo em prática vedada no Brasil pelo art. 3º da Resolução CVM 62/22³³, nos termos descritos no art. 2º, IV, da mesma Resolução³⁴.

Ao ter conhecimento de uma ordem ou ordens de clientes que podem movimentar o preço de um ativo, este intermediário poderia fazer uso indevido destas informações para executar uma ordem própria anterior à do cliente, lucrando com a movimentação de preço que a ordem do cliente causará e manipulando o mercado.

A internalização intensifica o risco de que este tipo de comportamento ocorra, uma vez que a segregação das ordens resulta no conhecimento pelo intermediário ou formador de mercado por ele contratado, prévio ao resto do mercado e sem transparência pré-negociação, do fluxo desses clientes. Essa assimetria informacional entre os diferentes participantes aumenta o risco de atuação em benefício próprio, violando o dever fiduciário de buscar a melhor execução para o cliente e deteriorando a confiança dos investidores.

Os potenciais efeitos de médio e longo prazo dessa assimetria informacional também podem prejudicar o bom funcionamento do mercado, uma vez que, "com o tempo, essa vantagem informacional pode fazer com que outros participantes do mercado que dependem exclusivamente de informações públicas e que, portanto, estão em constante desvantagem em relação àqueles que tem acesso a informações de fluxos de ordens opacos saiam de certos negócios, como a função de formadores de mercado"³⁵.

vii. Agravamento de questões competitivas entre intermediários existentes

A internalização de ordens pode criar um ambiente onde grandes corretoras com acesso ao fluxo de varejo possuam uma vantagem competitiva significativa sobre

before that of the clients. Regulators in most cases regard this as an unethical market behavior in which a broker is not acting in the client's best interest."

³³ Art. 3º É vedada aos administradores e acionistas de companhias abertas, aos intermediários e aos demais participantes do mercado de valores mobiliários, a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preços, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas.

³⁴ Art. 2º Para fins desta Resolução, aplicam-se as seguintes definições: (...) IV – prática não equitativa: aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

³⁵ Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI) p.41.

corretoras menores, o que pode agravar o movimento de concentração de mercado que já vem ocorrendo nos últimos anos.

Intermediários com maior acesso e presença no varejo conseguiriam ampliar sua vantagem informacional a respeito do fluxo de ordens de tais clientes, o que lhes daria vantagens competitivas ao segmentar e internalizar o fluxo de ordens de varejo e se beneficiar do spread realizado nestas operações³⁶.

Além disso, a prática da internalização aumenta significativamente a complexidade para o cumprimento das regras pelos intermediários financeiros. Com a necessidade de garantir a melhor execução de ordens e a transparência nas comunicações com clientes, as corretoras são obrigadas a investir em sistemas avançados de monitoramento e a adotar políticas rigorosas de *compliance*. Desta forma, além do acesso restrito a ordens do varejo, as corretoras menores podem enfrentar dificuldades para competir no ambiente internalizado em virtude do montante de investimentos necessários.

Um bom indicativo do potencial de concentração é o movimento que se observa nas ofertas RLP hoje. A oferta RLP facilita a atuação de intermediários menores neste tipo de estratégia de internalização, pois, por ser em bolsa, reduz os custos de desenvolvimento de uma plataforma própria e de observância das regras de melhor execução e *compliance* e permite que intermediários menos capitalizados ou que não sejam ligados a braços proprietários possam direcionar este fluxo a provedores de liquidez e serem remunerados por isso (PFOF).

Apesar das barreiras mais baixas e o incentivo à competição pelo fluxo internalizado, os dois maiores intermediários representam 67% dos negócios realizados via RLP no mercado de derivativos e 95% no mercado à vista. Desta forma, é razoável pensar que, caso aprovada a internalização fora de bolsa, com o surgimento das barreiras

³⁶ Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI). "Em outras palavras, uma vez que o *wholesaler* recebe o fluxo de ordens, ele não sofre concorrência alguma e geralmente executa virtualmente todo o fluxo de ordens internamente, sem oferecer qualquer oportunidade para que outros participantes do mercado, incluindo investidores institucionais, concorram para oferecer preços mais favoráveis para as ordens. Segundo a SEC, o atual isolamento dessas ordens de varejo leva a um nível de preço subótimo, conhecido como "*short-fall*" competitivo estimado em 1,08 *basis point* por dólar executado por *wholesaler* nos Estados Unidos. Além dessa falha competitiva apontada pelo regulador, o isolamento das ordens de investidores individuais nos *wholesalers* impede que outros investidores tenham a oportunidade de negociar com esse fluxo de baixo custo. Investidores institucionais que atualmente submetem suas próprias ordens a bolsas de valores poderiam potencialmente negociar a preços melhores se tivessem a oportunidade de interagir com as ordens de investidores de varejo em leilões justos e abertos", p.34.

de custos e investimentos mencionadas, a concentração seria potencialmente muito maior.

A concentração de mercado potencialmente causada pela internalização fora de bolsa pode reduzir significativamente os incentivos a novos entrantes no segmento, que olhariam um *pool* menor de investidores potenciais e investimentos altos ao avaliar iniciar suas operações. Neste sentido, haveria um incentivo cada vez maior à concentração em poucos e grandes intermediários.

viii. Propensão a abusos

Em razão dos conflitos de interesses trazidos nesta seção, as evidências mostram que, onde implementada sem restrições e limites, a internalização de ordens criou um ambiente propenso a abusos como demonstram escândalos e punições observados ao longo dos últimos anos.

Apesar de todos os recursos empregados pelos reguladores para realizar o monitoramento e vigilância constante no mercado e garantir que os intermediários cumpram com as regras de melhor execução e demais obrigações, em vários casos, os internalizadores foram punidos pelos reguladores destas jurisdições por deixarem de cumprir as regras de melhor execução, privilegiando a maximização dos seus resultados nas decisões de direcionamento de fluxo de ordens.

A ER DESK (ANEXO II) realizou um levantamento de alguns destes casos de abusos no contexto da internalização de ordens. Em todos os casos levantados, as empresas envolvidas aceitaram pagar a multa sem admitir ou negar as acusações. Os dois casos mais emblemáticos talvez sejam o da Robinhood e de um grande *wholesaler* no mercado americano.

Em 2020, a SEC multou a Robinhood em US\$65 milhões³⁷ acusada de realizar declarações enganosas sobre a qualidade de execução de ordens e omitir que recebia pagamentos de formadores de mercado em troca do encaminhamento de ordens de seus clientes a eles (prática de PFOF).

Segundo a SEC, a empresa afirmava que o serviço era "comissão zero", porém sem esclarecer que recebia pagamento pelo fluxo de clientes e que, como resultado, estes clientes tiveram suas ordens executadas a preços inferiores, na média, àqueles de clientes de outros corretores. Estima-se que essas práticas resultaram em prejuízos de US\$34,1 milhões para os clientes, mesmo considerando as economias

³⁷ SEC. (2020). *SEC Charges Robinhood Financial With Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution*. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-321>. Último acesso em: 1 de outubro de 2023.

em comissões. No mesmo período, a empresa alegava em suas divulgações que a qualidade de execução de ordens de seus clientes igualava ou superava à de seus concorrentes. Além da multa, a empresa teve que contratar um consultor independente para revisar suas políticas e procedimentos relacionados às comunicações com clientes, PFOF e melhor execução de ordens.

Em 2017, um dos maiores *wholesalers* dos Estados Unidos da América foi multado pela SEC em US\$22,6 milhões acusado de fazer declarações enganosas sobre a forma como precificava as operações³⁸. A SEC descobriu que a empresa fazia uso de algoritmos que não buscavam a melhor execução possível para as ordens de clientes de varejo provenientes de outras corretoras (responsáveis por internalizar ordens a preços subótimos ou por encaminhar ordens ao mercado de maneira ineficaz). Essas práticas afetaram milhões de ordens de investidores de varejo. Stephanie Avakian, Diretora Interina da Divisão de Execução da SEC, afirmou ainda que esse *wholesaler* havia feito "declarações enganosas sugerindo que forneceria ou tentaria obter os melhores preços que observava para ordens de varejo encaminhadas por outras corretoras" ³⁹.

Além destes casos, a ER DESK (ANEXO II) e L Dias Advogados (ANEXO VI) trazem outros exemplos em que a SEC, a *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), nos Estados Unidos, e a *Investment Industry Regulatory Organization of Canada* (IIROC, atualmente *Canadian Investment Regulatory Organization* - CIRO) multaram participantes por práticas abusivas na internalização de ordens. De junho de 2016 a dezembro de 2023, a FINRA, SEC e IIROC multaram corretoras e bancos em mais US\$90 milhões devido a acusações envolvendo:

- Violação das regras de melhor execução e roteamento inadequado das ordens dos clientes para internalizadores sistemáticos, mesmo ciente que seus preços eram inferiores;
- Falha em atender aos padrões razoáveis de diligência na qualidade de execução;
- Direcionamento de ordens ao mesmo grupo, inclusive frente a taxas melhores de concorrentes;
- Falta de documentação adequada;
- Mal uso das informações confidenciais; e
- Deficiências na supervisão relacionadas à proteção das informações.

³⁸ SEC. (2017). Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2017-11>. Último acesso em: 1 de outubro de 2023.

³⁹ Idem

14. Custos com supervisão e observância

Os reguladores estão sempre trabalhando para atuar preventivamente e evitar violações de regras e abusos em primeiro lugar. Apesar disso, frequentemente as condições colocadas geram propensão a abusos que acabam sendo endereçados pelos reguladores e pelos autorreguladores de forma reativa, por meio de imposição de penalidades e sanções após os fatos.

Em locais onde a internalização fora de bolsa é permitida, a segregação de mercado, a falta de transparência e a maior complexidade tornam imperativo que a prática esteja sujeita a regras rigorosas e à supervisão de reguladores e autorreguladores para garantir que os intermediários cumpram suas obrigações de melhor execução e não priorizem seus próprios interesses em detrimento daqueles dos seus clientes.

A introdução da internalização traz importantes desafios que não existem no atual contexto brasileiro e que tem por consequência natural o aumento dos custos com a supervisão da qualidade da execução das ordens dos investidores.

Um primeiro desafio diz respeito ao fato de que, em um ambiente internalizado, a fiscalização e supervisão das operações não conta com o apoio das entidades autorreguladoras existentes, que têm suas atividades atreladas aos mercados de bolsa e balcão organizado, de modo que o regulador concentraria, em princípio, todas as atividades de supervisão sobre tais ambientes, ou seria necessária a criação de novas estruturas autorreguladoras com expertise e tecnologia que permitam monitorar estes diversos *pools* de liquidez de forma neutra e apartada dos intermediários internalizadores, para evitar o surgimento de novos e maiores conflitos de interesses.

Um segundo desafio relacionado à fiscalização do dever de melhor execução está relacionado à ausência de regras para o *matching* de ordens em ambientes internalizados, uma vez que somente as bolsas têm o dever de estabelecer tais regras. Nesse cenário, é difícil garantir que os intermediários que operam sistemas internalizados não irão direcionar as ofertas de modo a dar prioridade a um cliente ou mesmo à sua própria carteira proprietária em detrimento de outro cliente.

Um terceiro desafio é determinar a qualidade de execução das ordens internalizadas. Mesmo que se estabeleça regras para aferição dos custos efetivos da realização da operação no ambiente internalizado, a experiência internacional mostra que determinar os custos para os clientes nestes ambientes é extremamente desafiador, exatamente em razão da falta de transparência e responsabilização. Tanto é assim, que o tamanho efetivo dos mercados opacos em relação aos

mercados transparentes e qualquer estatística de preço e qualidade de execução nestes mercados é proveniente de estimativas de consultorias pagas e informações parciais de participantes, não havendo estatísticas públicas, auditadas e disponíveis para o consumo e avaliação do mercado em geral.

O desafio de supervisão da adequação de tais regras e da forma que estão sendo implementadas por cada um dos intermediários em seu ambiente internalizado tem o potencial de multiplicar de forma exponencial os custos que serão impostos ao regulador⁴⁰.

Por fim, um desafio que é importante mencionar é a deterioração do parâmetro preço para aferição do cumprimento do dever de melhor execução. Considerando a hipótese apresentada por diversos estudos que o preço dos valores mobiliários é distorcido pela existência de múltiplos ambientes de negociação, a fidedignidade do parâmetro preço fica prejudicada para os investidores em suas respectivas tomadas de decisão e para os reguladores, que não poderão contar com a análise do preço para avaliar se o dever de melhor execução está sendo efetivamente cumprido⁴¹.

A vigilância de mercados internalizados e a aplicação de regras demandam recursos significativos, conforme evidenciado pelos altos custos operacionais das organizações reguladoras nos EUA, Canadá e Austrália e indicados no material da ER DESK (ANEXO II). Reguladores passam a ter que monitorar múltiplos centros de negociação e revisar regularmente a qualidade da execução das ordens para identificar e corrigir possíveis abusos⁴².

⁴⁰ Esse desafio é bem descrito na Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI), que ressalta que o dever de melhor execução é uma obrigação de meio e não de resultado: "Isso torna o cumprimento do dever de melhor execução algo difícil de ser verificado e desafiado ou supervisionado, visto que a fiscalização do cumprimento de uma obrigação de meio exige a análise de uma série de outras variáveis, além do preço da ordem a ser executada ou do tempo da sua execução, para que se verifique se o intermediário buscou atingir a melhor execução possível para aquele investidor. Essa averiguação em um sistema de múltiplos ambientes de negociação, transparência seletiva e com grande volume de negócios é bastante desafiadora" p. 20-21.

⁴¹ Para um maior detalhamento dos custos e desafios da supervisão do dever de melhor execução, ver Nota Técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS (ANEXO VII) p.17-26.

⁴² É o que aponta a Nota Técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS (ANEXO VII) fazendo menção ao estudo da Oxera de 2012: "Como constatado naquela oportunidade, quando os valores mobiliários são admitidos à negociação em apenas um ambiente, questões de "como, onde, quando e a que preço" os intermediários devem executar as ordens são resolvidas de maneira relativamente simples. Contudo, na hipótese de coexistência de diversos ambientes de negociação, as normas tendem a ser mais complexas e o ônus para assegurar o seu cumprimento torna-se, naturalmente, muito maior" p.14.

Em resumo, o material indica que os custos incorridos com supervisão são altos. Nos Estados Unidos, a FINRA investe US\$1,5 bilhão por ano, dos quais US\$556,5 milhões são aplicados em supervisão de intermediários e US\$181 milhões em regulamentação e supervisão de mercados. A SEC gasta aproximadamente US\$144 milhões por ano somente na divisão de *Trading & Markets*. No Canadá, a CIRO gasta CAD64 milhões por ano na supervisão de intermediários e CAD31 milhões com vigilância do mercado. Na Austrália, a Australian Securities and Investments Commission (ASIC) investe AUD71 milhões por ano na supervisão de mercados e intermediários, incluindo AUD52,9 milhões em vigilância e supervisão de mercados e AUD18,2 milhões em imposição de regras.

A mesma ER DESK estimou que o custo de supervisão neste cenário de internalização passaria a ser de aproximadamente US\$60 milhões por ano, absorvidos pela CVM ou repassados aos intermediários e investidores. Vale mencionar que a auditoria em participantes e monitoramento de más práticas não seriam atividades realizadas pela BSM em caso de internalização fora de bolsa, recaindo sobre a indústria.

A ER DESK também ressalta que, além do aumento do custo de controle pelos reguladores, os participantes e investidores também incorreriam em custos maiores de observância das regras de conduta e melhor execução para as operações de seus clientes.

Parte B – Perguntas do Edital de Tomada de Subsídios

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?

- 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?
- 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?
- a. 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?

Os conceitos gerais trazidos na seção anterior, embora não sejam objetivamente lacunas, deveriam ser considerados de forma mais ampla haja vista sua relevância para a completa compreensão do tema.

A análise dos efeitos da internalização nos custos e qualidade do mercado é complexa, especialmente porque é desafiadora a tarefa de: (i) isolar o efeito exclusivo da internalização, (ii) tentar construir visões de realidades paralelas que permitam um “controle”, onde fosse possível analisar a melhora do preço ao varejo em relação à possível piora do preço de referência (NBBO) pós internalização, com o preço a que estes clientes de fato teriam acesso se continuasse havendo uma consolidação dos negócios no mercado *lit*, e (iii) porque o conceito de internalização é amplo e o impacto é muito diferente quando sua implementação é, em um extremo, em ambientes completamente opacos, em oposição, em outro extremo, quando se dá como um ferramenta em bolsa e com controle de volumes (RLP no Brasil, por exemplo).

Isto posto, são apresentados nesta seção argumentos técnicos com base em estudos realizados globalmente sobre a segregação de mercado gerada pela internalização de ordens, bem como conclusões com base nos dados do mercado brasileiro sobre o efeito da redução da diversidade pela segmentação de ordens na qualidade do mercado, mesmo que à luz dos equilíbrios dinâmicos e dificuldades mencionadas no parágrafo anterior.

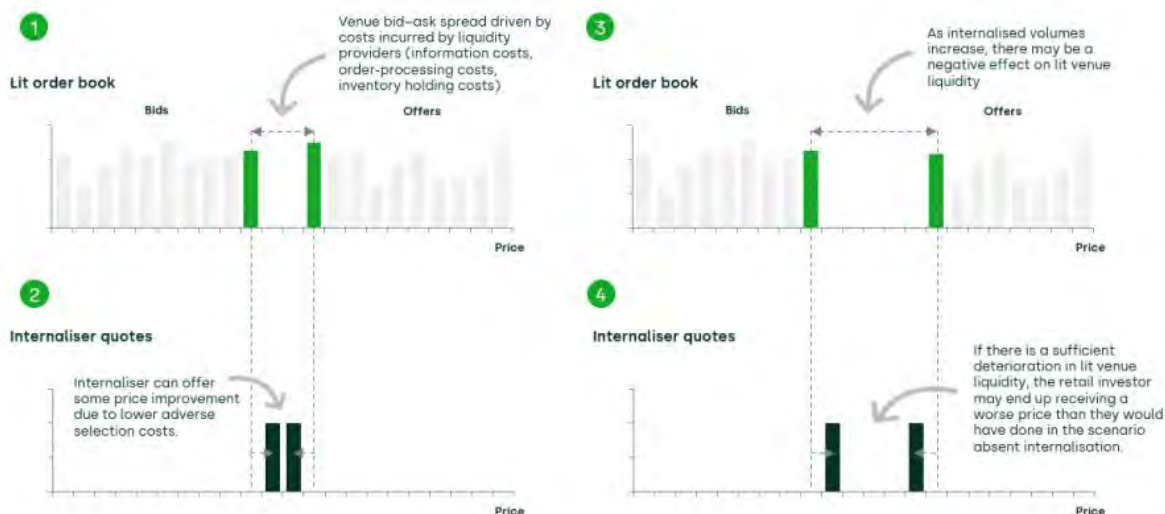
1. Segmentação de Ordens e Efeitos no Preço

Como discutido em detalhes na seção anterior, a diversidade de participantes no livro é imperativa para que haja redução do efeito de seleção adversa e, sua ausência faz com que os participantes informados que remanescem no mercado *lit* sejam incentivados a se comportar de forma mais conservadora em relação a volumes e spreads praticados neste mercado (reduzindo volumes e aumentando spreads como forma de proteção à sua interação quase que exclusiva com outros investidores com igual perfil e com informações e conhecimento sobre o preço do ativo igual ou superior ao seu).

A segmentação de ordens por meio da internalização ampla incentiva o *cream skipping* pelos intermediários, que têm estímulo para internalizar as ordens menos informadas do varejo, nas quais seu ganho com o spread de compra e venda ocorre com menor risco.

A literatura mostra que estabelecer um limite à internalização é relevante. Como aponta o estudo da Oxera (ANEXO III), a AIR conclui que investidores de varejo geralmente enxergam melhora de preços e redução de spread em um primeiro momento, mas a partir do ponto em que o percentual internalizado ultrapassa um valor ótimo, começam a sofrer com spreads maiores. A literatura acadêmica frequentemente indica que a segmentação do fluxo de ordens pode resultar em melhorias de preço para os investidores de varejo em comparação ao preço de mercado *lit* desde que o nível de internalização não ultrapasse um certo limiar a partir do qual a liquidez no *lit* poderia ser afetada negativamente, resultando em preços piores para os investidores institucionais e, em consequência, também para o varejo, quando comparados àqueles do cenário sem segmentação de ordens.

Essa situação pode ser ilustrada no exemplo apresentado na figura abaixo (painel 4 em relação ao painel 1) em que, ainda que haja melhora obrigatória de preço exigida pela regulação, o spread resultante pode ser pior que o praticado em ambientes sem esse tipo de segregação. Além disso, qualquer exigência de melhor execução ou melhora de preço sobre o NBBO seria realizada tendo como referência o preço deteriorado do mercado *lit*, levando, dessa forma, a um preço final pior também para o cliente do varejo internalizado.



Fonte: Oxera⁴³

2. A necessidade de limites para o volume internalizado

Não há consenso nos estudos que analisam a relação entre a segregação dos mercados *lit* e *dark* para ordens de varejo e a liquidez do mercado. A maioria sugere que baixos níveis de segregação são benéficos, melhorando o spread e a profundidade do mercado, enquanto aumentos além deste teto teórico levariam à deterioração desses indicadores (CFA Institute, 2012; Forde e Tālis J. Putniņš, 2015; Aquilina et al., 2017; Monetary Authority of Singapore, 2019; Zhu, H., 2014). Isso porque a internalização até um determinado nível poderia aumentar a busca pelo cliente e gerar benefícios relacionados à exigência regulatória de melhora sobre o NBBO, aprimorando a formação de preços e resultando em spreads mais estreitos e melhor qualidade de mercado (CFA Institute, 2012).

Além disso, a redução do ruído nas plataformas visíveis (Aquilina et al., 2017) e a concentração de informações relevantes sobre preços no mercado *lit*, devido à maior presença de *traders* informados, pode melhorar a descoberta de preços na bolsa, ainda que em prejuízo da liquidez (Zhu, H., 2014).

Contudo, níveis acima de um determinado limiar de segregação podem acarretar a deterioração dos indicadores de qualidade de mercado, resultando em spreads mais largos e volumes menores no mercado *lit* (CFA Institute, 2012; Forde e Tālis J.

⁴³ Relatório técnico Oxera (ANEXO III). p. 13.

Putniņš, 2015; Aquilina et al., 2017; Monetary Authority of Singapore, 2019; Zhu, H., 2014).

As justificativas para essa conclusão são as que já foram detalhadas nesta manifestação: em suma, o aumento da seleção adversa com a concentração de fluxo informado no mercado *lit*, leva ao aumento no spread como forma de proteção dos participantes a essa interação apenas com o público informado, além de desestimular a exibição de ordens nas bolsas, comprometendo o processo de descoberta e formação de preços públicos (CFA Institute, 2012). Além disso, reduz o potencial de ganho, e, portanto, os incentivos para a aquisição de informações pelos participantes institucionais, o que resulta em uma quantidade menor de dados disponíveis sobre o valor real dos ativos, prejudicando ainda mais a formação de preços (Forde e Putniņš, 2015).

Segundo Hatheway, Kwan e Zheng, 2017, um aumento de 10% na participação de *dark pools* resulta em um crescimento de 9% nos spreads efetivos de compra e venda do mercado *lit*. A participação do mercado *dark* está inversamente relacionada à eficiência de preços, apresentando um ponto de inflexão em torno de 10% de participação, acima do qual os efeitos no preço passariam a ser negativos.

Mesmo os artigos que argumentam a favor da segmentação de mercado e argumentam que esta prática pode melhorar a formação de preços defendem a necessidade de estabelecimento de regras claras que assegurem a melhoria de preço em relação ao preço de referência do livro de ofertas.

O estudo de Werner, Dyhrberg e Shkilko, 2024⁴⁴, sustenta que as ordens de varejo internalizadas por *wholesalers* proporcionam uma melhoria de preço de 27% no spread pago pelo investidor em comparação às transações realizadas em bolsa, em aproximadamente 69% das transações realizadas, ou seja, uma melhora média de aproximadamente 19%. Em contrapartida, o estudo da BestEx Research (2021)⁴⁵ argumenta que a internalização das "melhores" ordens resulta no aumento do spread do NBBO, de forma que, se esse fluxo de ordens fosse redirecionado para as bolsas, o spread do NBBO diminuiria em aproximadamente 25%, o que supera a

⁴⁴ Werner, Dyhrberg, Shkilko, (2024), **The Retail Execution Quality Landscape**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4313095. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

⁴⁵ BestEx Research, (2021), The Good, the bad & the ugly of Payment for Order Flow. Disponível em: <https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

melhoria de preços de aproximadamente 15% proporcionada pelos internalizadores, além de beneficiarem a todos os participantes do mercado por conta da melhora do preço de referência.

A literatura também não apresenta consenso em relação a qual seria o percentual de segmentação de mercado de efeito neutro ou ligeiramente positivo para o livro central. Genaro e Saffi, 2021⁴⁶ mostram que existe uma relação quadrática entre o spread observado no livro de ofertas e a proporção de ordens internalizadas pelas ofertas do tipo RLP para os minicontratos de dólar e índice no mercado brasileiro. Isso significa que, até certo ponto, o aumento da internalização pode levar a uma redução do spread, no entanto, após atingir esse ponto ótimo, a qualidade de mercado começa a deteriorar, resultando em spreads maiores. O ponto ótimo encontrado em Genaro e Saffi, 2021 ocorre em torno de 20%.

Aquilina, et al; 2017 mostra que a liquidez do mercado do Reino Unido é beneficiada pela presença do mercado *dark* em níveis baixos de até aproximadamente 15%, e que existe um ponto de inflexão maior, de aproximadamente 30%, para ativos com menor valor de capitalização. Em CFA Institute, 2012 a análise segmentada por valor de capitalização de mercado sugere que o ponto de inflexão para internalização em *large caps* é entre 12% e 20% enquanto ações de empresas menores podem suportar um volume de segregação de até 40%. Forde e Putniņš, 2015 encontraram um limiar de 10% na Austrália e *Monetary Authority of Singapore*; 2019 mostra que os impactos negativos ocorrem a partir de 25% a 30% de internalização.

Como visto, apesar do consenso sobre a existência de um limite, não há consenso do percentual ótimo e é importante ressaltar que esse percentual pode depender de variáveis como quantidade de investidores, volume total negociado ("tamanho do mercado") e nível de diversidade de clientes, por exemplo, além de métricas específicas aos ativos (maior ou menor capitalização de mercado), tornando não homogêneo o impacto em diferentes ativos.

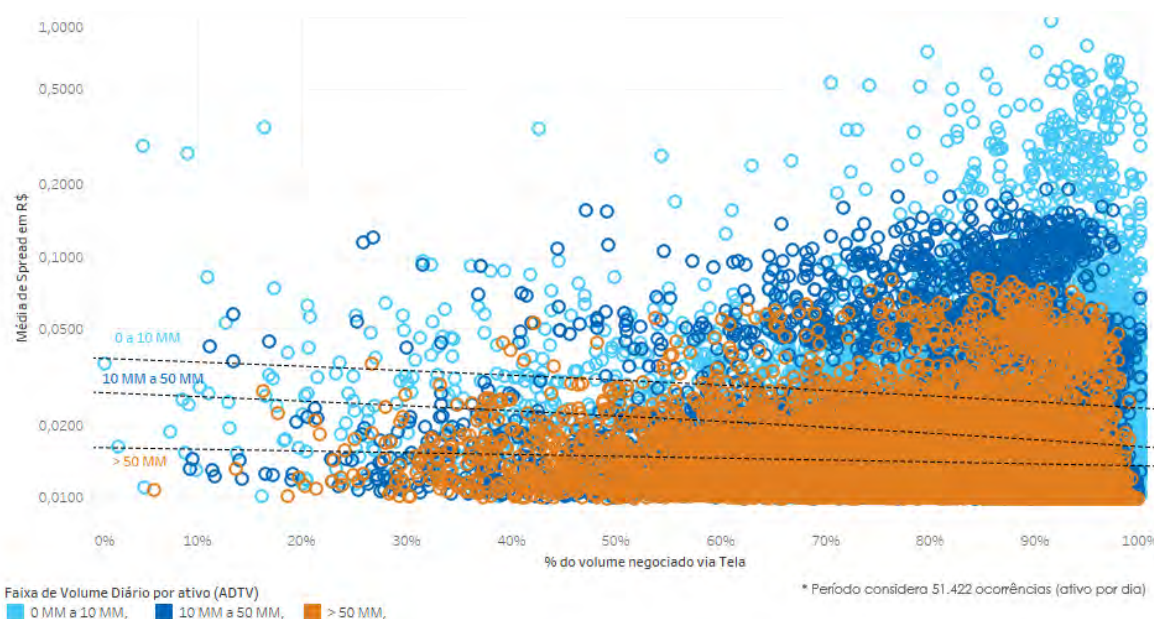
⁴⁶ A Genaro, P Saffi, (2021), **Internalizando a internalização de ordens (*The Introduction of 'Retail Liquidity Provider' Orders in Brazil: Impact on Market Quality*)**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3986368. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

3. O efeito da redução da diversidade para o *lit*

Como forma de contribuir para a discussão a respeito de internalização de ordens, especificamente no que tange à avaliação a partir de dados para o mercado brasileiro, a B3 buscou desenvolver estudos que pudessem demonstrar a importância da negociação no livro central de ofertas para o processo de formação de preços e a eventual existência de impacto na liquidez e precificação dos ativos face a uma redução na diversidade de tipos de investidores interagindo no livro.

Foram avaliadas observações diárias de ações e *units* no mercado à vista, lote padrão, em 2023. Foram descartadas observações abaixo de um patamar mínimo de liquidez no livro de ofertas e de frequência de negociação (a saber, observações de ativos com menos de 50 níveis de preço na compra ou venda, com menos de 1.000 ofertas por dia e com menos de 80% de presença em pregão). No total, foram avaliadas observações de 198 ativos.

Com base nestes dados, a primeira análise realizada foi a de importância da utilização do livro central na formação de preços. O gráfico abaixo mostra a relação inversamente proporcional entre o nível de spread dos ativos e o percentual de negócios realizados em tela. Através da comparação entre observações de diversos ativos em dias distintos, nota-se que o spread reduz à medida que a maior parte do volume diário é negociado no livro central de ofertas (neste caso, excluem-se as ofertas diretas e os negócios realizados em leilão).



Fonte: B3

A primeira conclusão é que quanto maior o fluxo executado fora de tela, maior é o spread, ilustrando que a manutenção de um volume representativo em tela é crucial para maior robustez da formação de preço.

Além disso, conforme mencionado anteriormente, a diversidade de perfis no livro é crucial para desenvolvimento e manutenção do tamanho e da liquidez do mercado pois a interação entre perfis com distintas estratégias, fluxo informacional, horizontes de tempo de investimento, propósitos, necessidades e preferências garante que as informações sejam uniformemente disseminadas, melhorando o processo de formação de preços e reduzindo o custo total da transação.

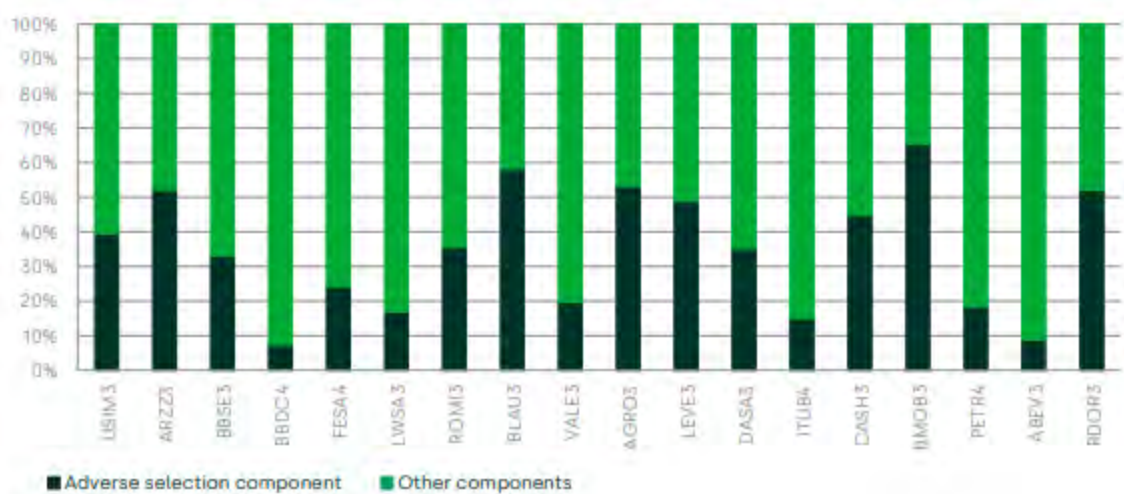
A segregação de ordens leva à redução desta diversidade e aumenta o risco de seleção adversa (probabilidade maior de encontrar uma contraparte mais bem informada em uma negociação). Como visto, existe uma relação direta entre a existência de seleção adversa e os níveis de spread praticados.

A Oxera define em seu relatório (ANEXO III) o spread de compra e venda como sendo a margem cobrada pelos provedores de liquidez para compensar os (i) custos de seleção adversa, (ii) custos de processamento das ordens, e (iii) custos de manutenção de posição/estoque.

A consultoria utiliza o "*Spread Decomposition Model*"⁴⁷, para analisar o comportamento de mudanças nos preços e a persistência dessas mudanças no tempo e determinar a contribuição do efeito da seleção adversa nos níveis de spreads. Neste modelo, mudanças permanentes indicam maior influência de determinado fator. A análise é apresentada no gráfico abaixo:

⁴⁷ Oxera *apud* Madhavan, A., Richardson, M. and Roomans, M. (1997), '**Why do security prices change? A transaction-level analysis of NYSE stocks**', Review of Financial Studies', 10:4, pp. 1035-1064, Relatório técnico Oxera (ANEXO III) p. 34

Figure A1.2 Relative contribution of adverse selection (RLP stocks)



Fonte: Oxera⁴⁸

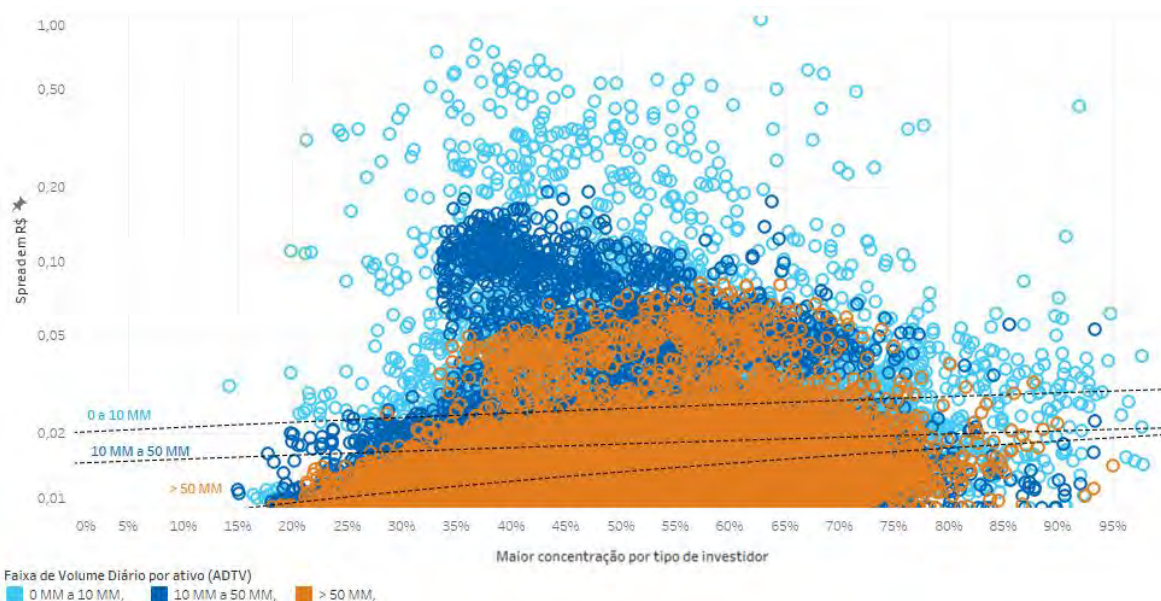
A análise foi realizada sobre os ativos disponíveis no RLP da B3. A conclusão da consultoria é que existe uma variação significativa na contribuição da seleção adversa para os spreads de diferentes ativos.

As duas interpretações possíveis desta análise são de que, (i) nos ativos onde a contribuição da seleção adversa para o spread é alta, existe um ganho potencial maior para o intermediário ao internalizar o fluxo menos informado e sem seleção adversa, pois eles absorveriam uma parte considerável do spread sem incorrer com os custos a ela associados, porém (ii) segregar o fluxo menos informado do *lit* resultaria em um aumento do custo relacionado à seleção adversa para os provedores de liquidez que permanecem neste mercado, resultando em uma piora na liquidez e no processo de formação de preços. Ou seja, a segmentação de fluxo pode reduzir os custos dos intermediários ao lidar com ordens não informadas, mas pode aumentar a sensibilidade dos spreads às migrações de fluxo de ordens no *lit*.

Desta forma, a B3 tentou demonstrar o impacto da diversidade do livro central para os spreads no mercado brasileiro, estudando se existe relação de causa e efeito entre o spread dos ativos e a maior predominância de um determinado perfil de investidor no livro central de ofertas. Para isso, estudou a concentração do volume negociado dividindo-o em quatro perfis: (a) formadores de mercado, nos ativos em que este perfil atua; (b) varejo; (c) *proprietary trading groups* (PTGs); e (d) investidores institucionais (locais e não residentes, representando o que academicamente se refere como fluxo de investidores informados).

⁴⁸ Relatório técnico Oxera (ANEXO III), p. 37

Para medir a concentração em determinados perfis, em cada dia foi calculado o percentual do volume negociado por cada perfil e a distribuição de cada ocorrência é exibida no gráfico abaixo, no qual se observa que quanto maior a concentração do volume negociado em um único perfil, maior o spread observado, independentemente da faixa de liquidez do ativo. No entanto em ativos com maior volume negociado (acima de R\$50 milhões de volume médio diário) a sensibilidade do spread à retirada de um perfil do livro é ainda mais significativa.



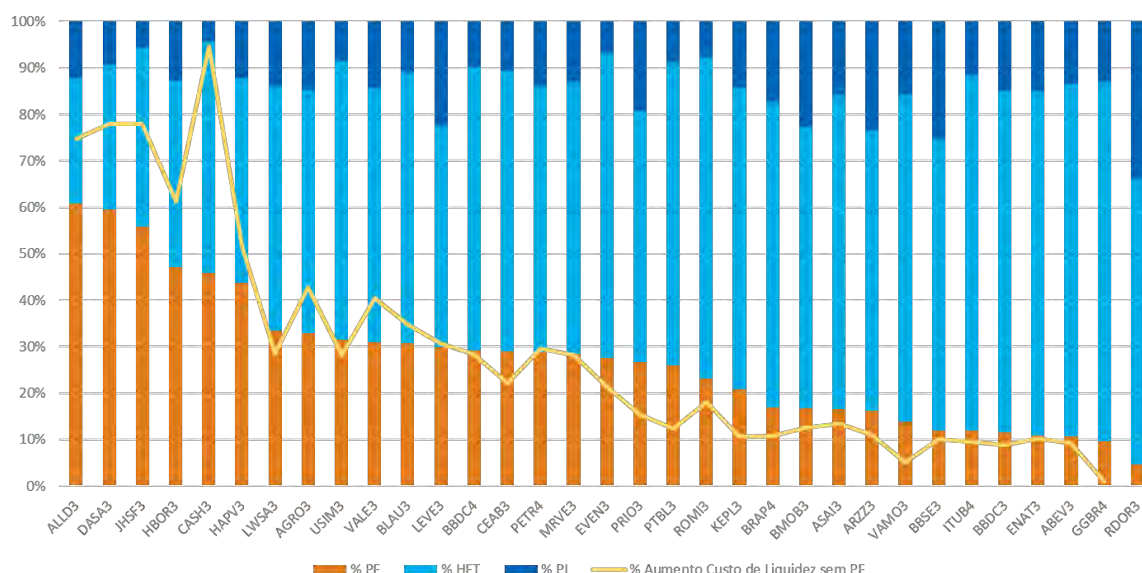
Fonte: B3

A segunda conclusão é que a retirada de qualquer perfil de investidor do livro de ofertas pode resultar na redução da liquidez e gerar impactos financeiros para todos os demais perfis, através da piora do spread.

A terceira análise realizada foi focada no perfil de varejo (investidores menos informados) já que é o público de interesse primário no tema de internalização. O gráfico a seguir mostra uma visão da participação média do varejo na quantidade disposta nos livros de oferta até o décimo nível de preços, para uma seleção de ativos contendo as ações para as quais é oferecida a negociação da oferta RLP e para um grupo de controle.

Nele, utilizando o primeiro ativo como exemplo (ALLD3), o perfil de pessoas físicas representava aproximadamente 60% das ofertas existentes nos dez primeiros níveis do livro central. Foi calculado o preço de execução de uma ordem grande que precisasse "varrer" os dez primeiros níveis de preço do livro central deste ativo. Em seguida, o preço de execução desta ordem foi recalculado considerando a retirada

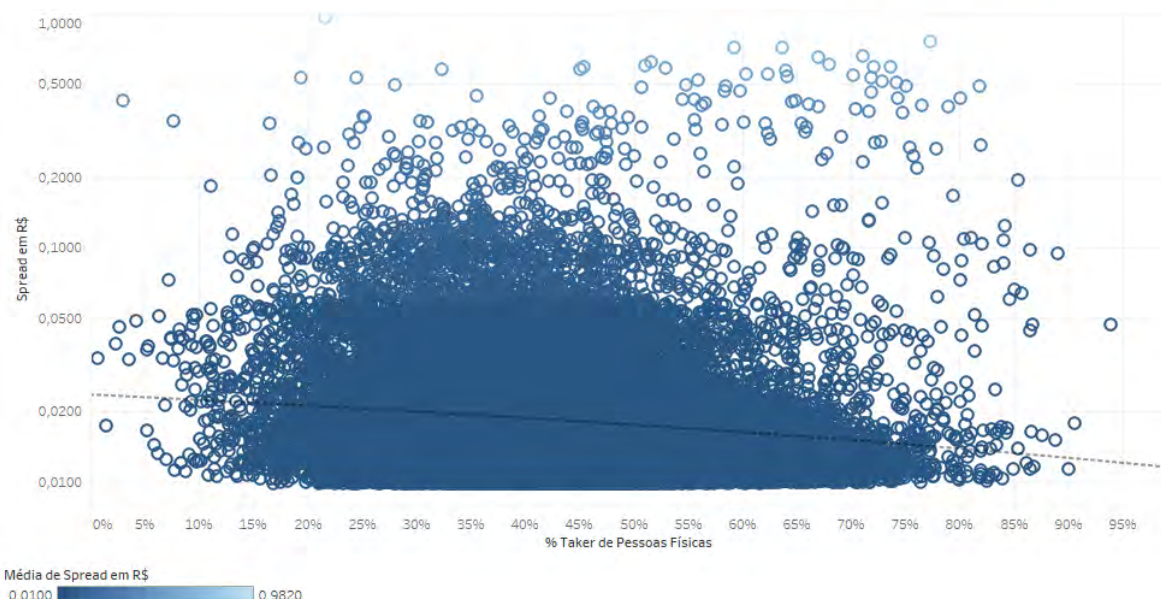
completa do perfil de pessoas físicas do livro, e chegou-se à conclusão de que, tudo mais constante, ele seria aproximadamente 75% pior que o preço original de execução (efeito *slippage* considerando que a ordem precisaria “varrer” mais níveis do livro com preços piores).



Fonte: B3

A terceira conclusão é que a retirada do perfil de investidor de varejo do livro de ofertas resulta no aumento do custo efetivo de execução de ordens grandes que precisariam percorrer mais níveis do livro com preços piores para serem preenchidas. Este efeito pode ser distinto em ações com diferentes níveis de participação de varejo.

Sendo assim, o próximo passo foi tentar estabelecer o efeito no spread da retirada do fluxo do varejo agressor, já que é o fluxo que o intermediário tem maior incentivo para internalizar, e verificou-se novamente a relação inversamente proporcional de participação deste perfil no livro de ofertas e o tamanho do spread praticado, sendo que neste caso o impacto da segregação do fluxo de varejo *taker* para o aumento do spread do livro central é ainda maior.



Fonte: B3

A quarta conclusão é que quanto maior for a participação do perfil de varejo agressor (taker), menor é o spread, o que indica que a retirada deste fluxo do livro central de ofertas além dos limites toleráveis de acordo com as metodologias aplicáveis, traria como consequência uma piora de preço para os demais participantes de mercado.

Resumindo, os dados analisados mostram que a redução dos negócios realizados em tela, a redução da diversidade de perfis no livro e, em especial, a segregação do fluxo do varejo agressor, são todos fatores determinantes para a piora da qualidade do mercado, levando, notadamente, a um aumento do spread praticado.

Por solicitação de gestores de fundos que estão participando da discussão sobre os impactos da internalização de ordens no mercado brasileiro em razão desta Tomada de Subsídios, a B3 realizou um estudo para tentar estimar o impacto financeiro do alargamento dos spreads para a indústria institucional (locais e estrangeiros) que, no final de dezembro de 2023, representava uma alocação de aproximadamente R\$1,7 trilhão em ações à vista e *units* na depositária de renda variável da B3, e uma média diária de negociação em torno de 1,3 bilhão de ativos, representando um volume financeiro diário negociado de R\$20,3 bilhões.

Para ilustrar o efeito da piora dos preços do mercado *lit* para este perfil de investidor, foi realizado um primeiro exercício considerando que todos os ativos tenham uma piora de preços de compra e venda na mínima denominação possível, ou seja, em um *tick size* (equivalente a um centavo de real no mercado de ações). Em seguida, considerando que em um cenário de internalização o investidor institucional pode precisar buscar diferentes *pools* de liquidez e ter suas ordens internalizadas, comparou-se este custo da piora do spread para a indústria

institucional com o potencial benefício de economia com taxas de negociação de bolsa em um cenário de internalização destes clientes.

Neste sentido, considerando que clientes institucionais (locais e estrangeiros) negociaram, em 2023, uma quantidade de 315 bilhões de ações, equivalente a R\$5,1 trilhões, o custo financeiro estimado da piora de preço de, em média, 1 centavo de Real (um *tick size*) para todas as compras e as vendas realizadas em 2023 foi da ordem de R\$3,1 bilhões, que representa 0,19% do patrimônio destes investidores institucionais alocado em ações da B3.

Comparando os R\$3,1 bilhões com o valor total negociado, pode-se dizer que o custo médio do aumento do spread representa 6,3 bps. Considerando uma tarifa máxima de negociação de aproximadamente 0,5 bps (assumindo, portanto, que os serviços de compensação, liquidação e depósito centralizado continuariam sendo exigidos mesmo sob a ótica do mercado internalizado), esse custo é 12,5 vezes o valor de economia máxima que poderia ser absorvida pelo institucional caso a negociação ocorresse fora do ambiente de bolsa e sem cobrança de taxas explícitas.

Esta é uma análise simplificada que indica uma regra rápida para estimar o impacto financeiro para cada *tick size* de piora uniforme nos preços das ações negociadas por este grupo de investidores. Abaixo o resumo das métricas utilizadas.

Tipo Cliente	ADV (bilhões de ações e <i>units</i>)	ADTV (R\$ bilhões)	Custo de 1 <i>tick</i> adicional	Custo / Emolumento	Custo de 1 <i>tick</i> / Patrimônio Alocado
Institucional Local	0,6	8,8	6,5 bps	12,9 x	0,29%
Institucional NR	0,7	11,5	6,1 bps	12,2 x	0,15%
Total Institucionais	1,3	20,3	6,3 bps	12,5 x	0,19%

Fonte: B3

Outra análise que pode ser feita é uma estimativa de custo com base na piora do spread considerando as regressões estudadas nos gráficos anteriores. Vale mencionar que essas regressões não refletem, necessariamente, os impactos de segunda e terceira ordem da segregação do fluxo de varejo, a saber, a redução da presença de formadores de mercado e HFTs nos livros, a consequente redução do número de ações elegíveis para consideração de alocação de investidores institucionais e a eventual exportação de parte do mercado de ações para o exterior.

Mesmo nesta visão simplificada, se os intermediários internalizassem todo o fluxo de varejo negociado em 2023 (em linha com o que ocorre hoje no mercado

americano, onde não existem limites estabelecidos pela regulação, e como será ressaltado na seção sobre *benchmarks*), e se fosse excluído o volume da ponta oposta que fecha estas operações com o investidor de varejo (pois é razoável pensar que perfis HFTs e formadores de mercado buscariam as plataformas internalizadoras agindo como *wholesalers*), haveria uma redução de aproximadamente R\$4,9 bilhões do ADTV do *lit*. Com isso, o percentual negociado no mercado *lit* iria de aproximadamente 80% para 53% (incluindo apenas as transações que contribuem para o processo de formação de preços).

Essa segregação resultaria em um aumento de concentração do perfil institucional de aproximadamente 25% e, com base no modelo e regressão, esse aumento da concentração resultaria em um spread 21% maior, representando uma piora de aproximadamente R\$0,003, na média, no preço de cada ação negociada. Essa piora levaria a um custo adicional de R\$951 milhões, ou 1,9 bps, que seria 3,8x maior que a economia máxima com emolumentos (de 0,5 bps) que poderia ser alcançada pelo investidor institucional caso a negociação ocorresse fora do ambiente de bolsa e sem cobrança de taxas explícitas. Este valor seria o impacto medido por ano, considerando o ano de 2023 como base.

Tipo Cliente	ADV (bilhões de ações e units)	ADTV (R\$ bilhões)	Custo de R\$0,003 adicional	Custo adicional / Emolumento	Custo adicional / Patrimônio Alocado
Institucional Local	0,6	8,8	2,0 bps	3,9 x	0,09%
Institucional NR	0,7	11,5	1,8 bps	3,7 x	0,04%
Total Institucionais	1,3	20,3	1,9 bps	3,8 x	0,06%

Fonte: B3

A quinta conclusão é que mesmo nesta análise simplificada, o eventual benefício de redução de custos explícitos (emolumentos) não compensaria o efeito negativo do aumento do custo implícito (spread) para investidores institucionais, que é estimado em R\$951 milhões por ano, considerando 2023 como base, e de aproximadamente R\$4,8 bilhões em cinco anos.

Em seguida, considerando que um dos argumentos de defesa da internalização de ordens é a possibilidade de melhora no preço de execução para o investidor de varejo, foi realizada uma análise para comparar a potencial melhora para este perfil ao custo acima calculado para o investidor institucional, com o objetivo de verificar se de uma forma global o mercado terminaria melhor ou pior com o experimento.

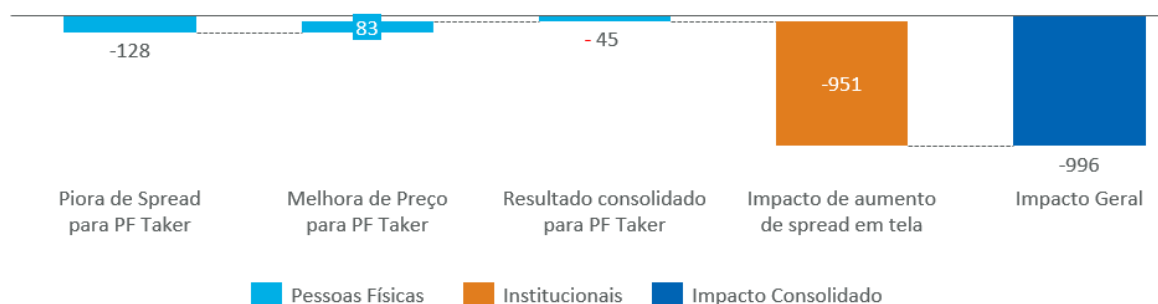
O benefício potencial para o varejo internalizado foi calculado para o mercado de ações e *units*, ano base 2023, considerando (i) a internalização de 100% das operações de varejo, (ii) o efeito negativo da piora do spread no livro central para os negócios realizados pelo público de varejo, utilizando o mesmo modelo e premissas da análise anterior para investidores institucionais, (iii) o efeito positivo da melhora de preços para todos os negócios realizados pelo varejo agressor (conceito da melhora de preços sobre um NBBO pior), e (iv) a utilização de três cenários distintos para determinação deste percentual médio de melhora.

Em um primeiro exercício, utilizou-se um cenário de melhora de preços para o varejo agressor de aproximadamente 8%, valor do percentual médio de benefício alcançado atualmente nas operações de RLP nos três mercados onde está disponível (minicontratos de Dólar e de Ibovespa, e em algumas ações). Neste cenário, ilustrado pelo gráfico abaixo, verificou-se que o impacto positivo da melhora de preços sequer compensa o efeito de piora dos preços no livro central, resultando em um impacto global ainda mais negativo em relação aos R\$951 milhões anteriormente calculados para as operações no mercado institucional, totalizando uma perda global para o mercado de R\$996 milhões.

Importante esclarecer que o efeito de destruição de valor para o varejo não ocorreria na internalização via RLP pois a ferramenta possui limite (*cap*) que garante que o volume adicional do varejo transborda para o livro central de ordens e participe do processo de formação de preços. Neste caso, como indicam os estudos incluídos nesta manifestação, a existência do *cap* garante a manutenção da diversidade do livro e mitiga a possibilidade de piora de spreads.

Impacto Financeiro de Internalização – Benefício PF taker (Melhora de 8,2%)

Ações e Units – 2023 – R\$ milhões



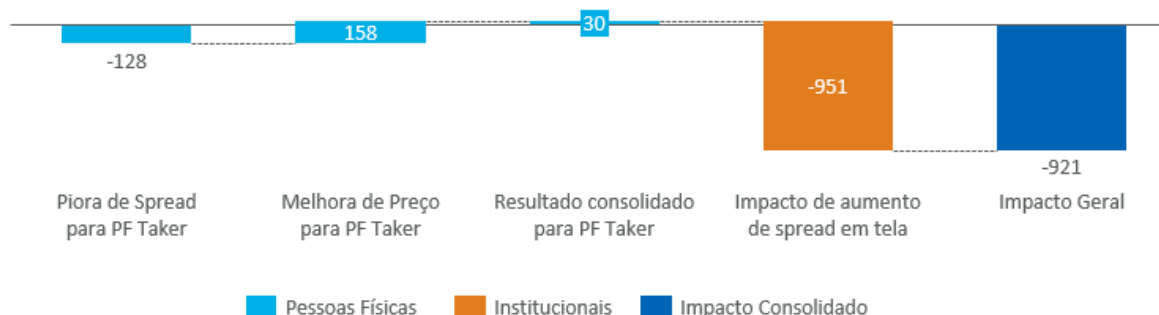
Fonte: B3

Em seguida, foi calculado um segundo cenário utilizando uma melhora média de 19%, com base no cálculo realizado por Werner, Dyhrberg e Shkilko, 2024, e ao qual faz-se referência nesta manifestação, que mostra que a melhora de preço nas ordens

de varejo internalizadas por *wholesalers* nos mercados onde a internalização fora de bolsa é permitida é de aproximadamente 27% em aproximadamente 69% das transações realizadas, ou seja, uma melhora média de aproximadamente 19%. Neste exercício, o valor calculado para a melhora de preços compensa a piora do livro central nas operações do varejo, gerando um impacto positivo de cerca de R\$30 milhões no ano, porém este valor ainda é muito inferior ao impacto negativo da piora dos preços do livro central para o investidor institucional, resultando em uma piora global de R\$921 milhões por ano.

Impacto Financeiro de Internalização – Benefício PF taker (Benchmark Internacional: Melhora de 19%)

Ações e Units – 2023 – R\$ milhões



Fonte: B3

No terceiro cenário, calculou-se o benefício com base em uma melhora de um *tick size* nas transações que envolvem ativos que operam com spread aberto, e de meio *tick size* (execução no *midpoint*) para as operações internalizadas em ativos que operam com spread fechado. Vale mencionar que esta parece uma premissa bastante otimista, considerando o comportamento de melhoras *sub-penny* observado no mercado internalizado nos Estados Unidos da América, por exemplo.

Mesmo neste cenário, a melhora para o varejo agressor, da ordem de R\$243 milhões no ano, ainda é cerca de um terço do valor de R\$951 milhões de piora para o mercado institucional, resultando em um impacto global negativo para o mercado de aproximadamente R\$708 milhões.

Impacto Financeiro de Internalização – Benefício PF taker (Melhora: Midpoint)

Ações e Units – 2023 – R\$ milhões

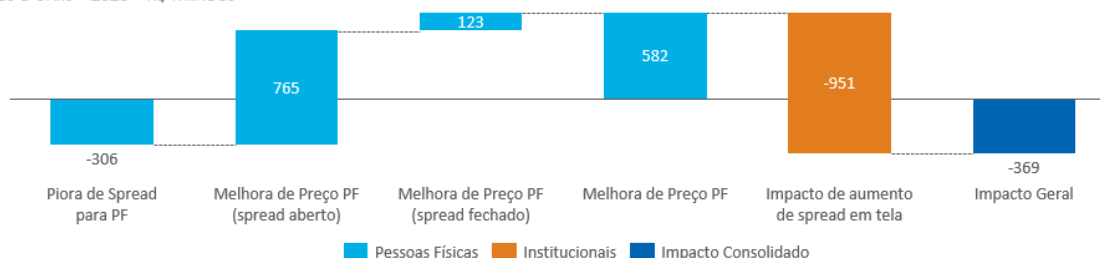


Fonte: B3

Por último, ainda que seja considerada uma melhora nos preços de execução para todo o varejo internalizado (incluindo não apenas o varejo *taker*, mas também o varejo *maker*, situação pouco provável considerando o comportamento observado nas jurisdições onde a internalização é permitida, onde a melhora de preços exigida pela regulação ocorre majoritariamente nas operações de varejo agressor), a relação custo-benefício continuaria negativa. Neste caso a economia total para este perfil seria de aproximadamente R\$582 milhões por ano, 39% menor que o custo adicional anual para o perfil institucional, ou seja, um impacto global negativo de R\$369 milhões, conforme observado no gráfico abaixo.

Impacto Financeiro de Internalização – Benefício PF total (Melhora: Midpoint)

Ações e Units – 2023 – R\$ milhões



Fonte: B3

Mesmo considerando a inclusão do potencial benefício máximo com economia de emolumentos em todas as operações do varejo internalizado, calculado em aproximadamente R\$70 milhões, e utilizando o último cenário calculado, que utiliza a melhora mais agressiva de preços para todo o varejo, o impacto negativo global ainda seria de aproximadamente R\$300 milhões por ano.

Em matéria exclusiva para o Valor Econômico⁴⁹, uma consultoria contratada pela Ancord no contexto da Tomada De Subsídios da CVM, apresentou resultados de que a internalização de ordens traria ao país, em cinco a seis anos, cerca de R\$ 1bilhão em melhoras de preço para investidores de varejo. Pelas análises apresentadas nesta manifestação, esse seria o benefício máximo potencial para o varejo, porém sem considerar o impacto negativo para o restante do mercado. Pela

⁴⁹ Matéria Valor Econômico - Exclusivo: Em meio a consulta pública, Ancord reúne corretoras para apresentar estudo sobre internalização de ordens. Citação: "A consultoria apresentou que, por melhorar condições de mercado, a internalização de ordens traria ao país cerca de R\$ 1 bilhão em melhoras de preços aos investidores de varejo em um prazo de cinco a seis anos, diante de uma combinação de melhor preço e custo de transação mais baixo.". Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/09/27/exclusivo-em-meio-a-consulta-pblica-ancord-rene-corretoras-para-apresentar-estudo-sobre-internalizacao-de-ordens.ghtml>. Último acesso em 15 de novembro de 2024.

análise acima, o resultado negativo para o mercado brasileiro seria de R\$ 1 bilhão a R\$ 5 bilhões.

A sexta conclusão é que, qualquer que seja o exercício realizado para medir o potencial benefício para o investidor de varejo, ele sempre se mostra inferior ao custo para o mercado institucional considerando a potencial piora dos spreads, levando a um impacto global negativo, mesmo sem contabilizar a migração do fluxo de formadores de mercado e PTGs, ou a exportação adicional de mercado. Em cinco anos, estima-se um custo adicional para o mercado de forma ampla da ordem de R\$1 bilhão a R\$5 bilhões.

4. Custo Global para o Sistema

Um dos pontos trazidos nesta Tomada de Subsídios diz respeito ao custo-benefício da prática de internalização. Além dos possíveis impactos ao longo do tempo na piora da qualidade do *lit market* que atingem primeiro os investidores institucionais e em um segundo momento o próprio varejo internalizado, a introdução da segregação de mercado através da internalização de ordens aumenta a complexidade do sistema.

Os esforços para o controle do cumprimento das regras afetariam não apenas os intermediários (que precisam investir em sistemas e governança para garantir a observância das novas regras), como também autorreguladores e reguladores (que precisam garantir controle sobre a atuação dos intermediários para coibir situações de conflito de interesses que surgem com a redução da transparência), investidores (que passam a ter que procurar em vários *pools* de liquidez o melhor preço e a conviver com riscos inéditos), e bolsas (que não deixam de incorrer nos investimentos necessários para preservação de um mercado robusto mas que teriam menos incentivos para fazê-lo, à medida que seus investimentos seriam aproveitados por *free-riders*).

É importante mencionar que nos atuais mecanismos de internalização de bolsa (oferta RLP, oferta direta e soluções para negociação de grandes lotes), o cumprimento das regras de melhor execução, melhora de preço e prioridades é implícito ao modelo do sistema de negociação PUMA. Em um cenário de segregação com internalização fora de bolsa, os intermediários terão que investir em sistemas próprios para monitorar o preço do livro central, aplicar eventuais melhoras de preço ao investidor, gerir de forma eficiente a obrigação de diligência com o cliente e investir na transparência dos seus resultados, benefícios e em mecanismos de

prevenção a conflitos de interesses para mitigar os efeitos da redução da transparência.

No cenário de internalização fora da bolsa, como mencionado anteriormente, o custo com a supervisão de mercado tende a aumentar muito (a estimativa da ER DESK é de um valor de aproximadamente US\$60 milhões por ano a ser absorvido pela CVM ou repassado aos intermediários e investidores). Vale mencionar que a auditoria em participantes e monitoramento de más práticas não seriam atividades realizadas pela BSM em caso de internalização fora de bolsa, recaindo sobre a indústria.

Menores volumes em tela e custo implícito maior podem ter um impacto significativo na economia real, ao aumentar o custo de captação de recursos pelas companhias.

Como discutido na Parte A, na seção referente aos serviços de pós-negociação, se aprovada a internalização e a depender das flexibilizações que se fizerem sobre a exigência de utilização dos serviços de compensação, liquidação e depósito centralizado, adicionam-se custos indiretos relacionados (i) ao impacto nos volumes e nos spreads do aumento da percepção de risco e da alienação de certos participantes, e (ii) ao enfrentamento de riscos sistêmicos e operacionais que não existem hoje.

De forma direta, o primeiro custo novo decorreria dos impactos da piora de preço nas margens chamadas pela CCP com a revisão dos cenários de execução de garantias para compensar o efeito da redução da qualidade do mercado transparente onde ocorre esta execução.

O segundo, um custo maior (i) dos reguladores e autorreguladores para supervisão e monitoramento, e (ii) dos intermediários para implementação dos procedimentos de cada ambiente internalizado para que, em um cenário de falha de liquidação, eles sejam realizados com a mesma precisão e segurança que seriam dentro da CCP.

O terceiro, relacionado aos limites e chamadas de margem dos participantes e investidores com eventuais cenários de descasamento de janelas de liquidação e fluxo de caixa e segregação das posições em mais de um ambiente internalizado e de bolsa que poderiam resultar em ineficiências pela falta de compensação.

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?

- 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?**
- 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.**

Como regra, o art. 94 da Resolução CVM 135 veda a negociação de valores mobiliários listados fora de mercado organizado, excepcionando apenas as hipóteses expressamente previstas na própria regulamentação.

Conforme esclarecido pela CVM no Relatório da Audiência Pública SDM 09/2019, a opção regulatória pela manutenção da vedação à internalização de ordens decorreu do reconhecimento de que o assunto envolve diversos aspectos relevantes, a exemplo do enxugamento de liquidez do livro de ordens, do impacto na formação dos preços e das regras de transparência dos negócios realizados, impondo a necessidade do aprofundamento dos estudos e debate a respeito do tema⁵⁰.

A retomada da discussão sobre internalização de ordens no Brasil requer que o assunto seja analisado a partir (i) do arcabouço legal atualmente vigente, (ii) dos princípios que orientam a atuação da CVM e o mercado de capitais, além da ponderação sobre (iii) eventuais reflexos na competência normativa de outros reguladores, em especial o Banco Central do Brasil.

O art. 4º da Lei 6.385/76 determina que a CVM deve exercer suas atribuições visando, dentre outros objetivos, o estímulo à formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários, a promoção da expansão e do funcionamento

⁵⁰ Audiência Pública SDM 09/2019. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

eficiente e regular do mercado de ações, a garantia do funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão e a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

Conforme a Exposição de Motivos da Lei 6.385/76, o conjunto normativo que criou a CVM e dispôs sobre o mercado de capitais busca garantir a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais, bens a serem tutelados pelo Estado a partir da fixação de normas e do exercício da função de polícia do mercado, de modo a evitar distorções e abusos⁵¹.

Assim, a atuação da CVM está, desde o princípio, pautada no dever de estruturar ambiente regulatório que permita a efetivação de seus objetivos e deveres, em prol da construção de um mercado de capitais íntegro, eficiente e que promova o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores⁵².

O estabelecimento de limites regulatórios é um dos meios a partir do qual a CVM resguarda os pilares fundamentais de funcionamento do mercado de capitais e efetiva seus objetivos, preservando a integridade e a eficiência do sistema, de modo a promover um mercado íntegro e seguro aos investidores. Desse modo, a CVM busca mitigar e corrigir disfuncionalidades do mercado, de forma a preservar a higidez do sistema. Em outras palavras, a regulação busca viabilizar o exercício da liberdade econômica de maneira responsável, eficiente e justa, além de efetivar os princípios que regem o mercado de capitais e proteger investidores que possuem menor acesso à informação e que estão mais sujeitos à manipulação e prejuízos.

Frisa-se que o objetivo fundamental da regulação do mercado de capitais, em praticamente todas as legislações, é a proteção dos investidores, que aplicam seus recursos financeiros nos valores mobiliários emitidos publicamente e negociados no mercado. Nesse sentido, a regulação deve promover a confiança dos investidores nos emissores, intermediários e nas entidades que intermedeiam ou propiciam os

⁵¹ Exposição de Motivos da Lei 6.385/76. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/sobre-a-cvm/EM197Lei6385.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

⁵² Propósito da CVM: “zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores”.

locais ou mecanismos de negociação dos valores mobiliários, de custódia, compensação e liquidação das operações⁵³.

Cumprir destacar que a Lei nº 13.874/2019 ("Lei da Liberdade Econômica") reafirma a importância da regulação, vedando apenas a atuação regulatória do Poder Público quando exercida de maneira indevida, ou seja, nos casos em que restringe, de modo injustificado, a livre iniciativa⁵⁴. Assim, o regulador tem não apenas a prerrogativa de estabelecer normas que regulamentem o exercício da atividade econômica, mas, sobretudo, o dever de disciplinar e supervisionar os agentes econômicos e particulares, de maneira a preservar os princípios que regem o mercado de capitais.

A esse respeito, destacam-se os direcionamentos do relatório *Objectives and Principles of Securities Regulation* ("Relatório IOSCO"), divulgado pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO), principal guia para o desenvolvimento e implementação de normas internacionalmente reconhecidas de regulamentação, supervisão e *enforcement*.

O Relatório IOSCO enumera 38 (trinta e oito) princípios que visam dar efeito prático aos 3 (três) objetivos da regulação do mercado de valores mobiliários: (i) proteção dos investidores; (ii) garantia de que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; e (iii) redução de riscos sistêmicos.

A (efetiva) proteção dos investidores, expressamente destacada no propósito da CVM, é valor que busca equilibrar as forças dos agentes do mercado, aumentando a confiabilidade do sistema e mitigando práticas não equitativas e fraudulentas⁵⁵.

A respeito do objetivo de proteção dos investidores, sobressaem-se dois princípios constantes no Relatório da IOSCO, um direcionado aos reguladores e outro aos intermediários.

⁵³ Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Mercado de Capitais: Regime Jurídico - 4ª Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 51

⁵⁴ Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), p. 44-45.

⁵⁵ IOSCO. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. "4.2.1. The Protection of Investors. Investors should be protected from misleading, manipulative or fraudulent practices, including insider trading, front running or trading ahead of customers and the misuse of client assets. Full disclosure of information material to investors' decisions is the most important means for ensuring investor protection. Investors are, thereby, better able to assess the potential risks and rewards of their investments and, thus, to protect their own interests."

No primeiro caso, o Princípio 8 prevê que os reguladores devem procurar garantir que conflitos de interesse sejam evitados, eliminados, divulgados ou gerenciados⁵⁶. Segundo o *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* ("Metodologia IOSCO"), referido princípio busca endereçar preocupação recorrente dos reguladores a respeito do chamado "problema de agência", em que os participantes no mercado encarregados de agir no interesse de terceiros utilizam a sua posição, poder ou informação para promover seus próprios interesses⁵⁷.

Já o Princípio 31 prevê que os intermediários de mercado devem conduzir seus negócios de forma a proteger os interesses de seus clientes e seus ativos e ajudar a preservar a integridade do mercado⁵⁸.

Como forma de concretizar o dever de proteção dos interesses de seus clientes, cabe ao intermediário, por exemplo, (i) disponibilizar informações adequadas, compreensíveis e tempestivas de modo a viabilizar que seus clientes tomem decisões de investimentos de maneira informada – sobretudo quando produtos apresentem riscos que podem não ser facilmente aparentes para o cliente de

⁵⁶ IOSCO. **Objectives and Principles of Securities Regulation**. A. Principles Relating to the Regulator. Principle 8. The Regulator should seek to ensure that conflicts of interest and misalignment of incentives are avoided, eliminated, disclosed or otherwise managed. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd561.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

⁵⁷ IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. A recurring concern of securities regulators has to do with what economists call "agency problems", where market participants entrusted to act in the interests of others use their position, power or information to advance their own interests instead. Such conflicts of interest are common problems in many financial markets and are often the focus of securities regulation. They arise for a range of reasons including compensation programs in firms. Conflicts should be and are the focus of securities regulation because they can undermine investor protection and the fair, efficient and transparent operation of markets, or present a systemic risk.

⁵⁸ IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. Principle 31. Market intermediaries should be required to establish an internal function that delivers compliance with standards for internal organization and operational conduct, with the aim of protecting the interests of clients and their assets and ensuring proper management of risk, through which management of the intermediary accepts primary responsibility for these matters. Market intermediaries should conduct their businesses in a way that protects the interests of their clients and their assets and helps preserve the integrity of the market.

varejo⁵⁹ e (ii) agir com o devido cuidado e diligência no melhor interesse de seus clientes e de uma forma que ajude a preservar a integridade do mercado⁶⁰.

A garantia de eficiência, integridade e transparência do mercado, segundo objetivo da regulação do mercado de valores mobiliários destacado pela IOSCO, é concretizada a partir, por exemplo, da promoção do acesso universal e não discriminatório às informações de mercado, não preterição de investidores, e proteção à qualidade da formação de preço⁶¹.

A esse respeito, ressalta-se que o Princípio 35 prevê a necessidade de a regulamentação promover a transparência da negociação. Em geral, quanto mais completas e amplamente disponíveis forem as informações de negociação, mais eficiente deve ser o processo de descoberta de preços, e maior a confiança do público em sua justiça⁶². Eventual mitigação da transparência deve considerar o impacto na descoberta de preços, na segregação, na equidade e qualidade geral do mercado, bem como a proporção geral entre mercados *dark* e *lit*⁶³, um dos motivos pelos quais o estudo aprofundado dos limites da parcela de mercado que se permite que seja internalizado se faz necessário.

Já a redução de riscos sistêmicos visa proteger a higidez do sistema a partir do estabelecimento de procedimentos de mitigação dos riscos relacionados a perdas, falhas, inadimplementos e erros operacionais dos agentes de mercado. Nesse

⁵⁹ IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. A market intermediary should disclose or make available adequate information to its client in a comprehensible and timely way so that the client can make an informed investment decision. It may be necessary for regulation to require a particular form of disclosure where products carry risk that may not be readily apparent to the retail client

⁶⁰ IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. A market intermediary should act: with due care and diligence in the best interests of its clients and protect their assets; and in a way that helps preserve the integrity of the market

⁶¹ Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), p. 34-38.

⁶² IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. In general, the more complete and more widely available trading information is, the more efficient the price discovery process should be, and the greater the public's confidence in its fairness.

⁶³ IOSCO. **Principles for Dark Liquidity**. Regulators may not require pre-trade transparency for certain types of market structures (e.g. call markets, reference-pricing venues) or certain types of orders (e.g. large orders of institutional investors that do not wish such orders to be displayed), taking into account the impact on price discovery, fragmentation, fairness and overall market quality considering in particular the relative overall proportion of dark trading compared to lit trading.

sentido, a regulamentação deve ter como objetivo assegurar a gestão adequada de riscos, de inadimplementos e de perturbações do mercado (Princípio 37).

Reguladores devem promover e permitir a efetiva gestão do risco com vista a promover a resiliência e a estabilidade do mercado, e assegurar que os requisitos de capital e outros requisitos prudenciais são suficientes para (i) fazer frente à assunção de riscos adequados, (ii) permitir a absorção de algumas perdas e (iii) identificar a assunção de riscos excessivos⁶⁴.

Como mencionado na Parte A desta manifestação, não é cabível a adoção de um ambiente regulatório experimental para a internalização fora de bolsa, como o *sandbox* regulatório, previsto na Resolução CVM 29, de 2021, ou o ambiente previsto no art. 26 da Resolução CVM 67, de 2022, para a criação de ambiente experimental, inclusive por já haver uma AIR em andamento.

Os ambientes experimentais foram criados para que o regulador pudesse avaliar o impacto de determinadas dispensas regulatórias ou regimes regulatórios diversos daqueles previstos nas regras vigentes mediante a realização de experiências empíricas controladas e essencialmente em modelos de negócios inovadores.

Em primeiro lugar, não existe modelo inovador, uma vez que a internalização já está disponível por meio de ferramentas em bolsa, e que já existe atualmente um teste em andamento para o mercado de ações nas ofertas RLP da B3.

Em segundo lugar, certamente não há experiência controlada possível para este tema. A segregação do mercado se daria por meio de ambientes intrinsecamente conectados, uma vez que seriam os mesmos participantes e investidores atuando nos diferentes ambientes, com processos de formação de preço, de gestão de risco e demais mecanismos de pós-negociação interligados, e sem mitigação dos efeitos negativos da existência de efeitos caronas, como os descritos na Parte B desta manifestação.

Em terceiro lugar, como discutido anteriormente, a internalização de ordens fora de bolsa propicia o surgimento de importantes conflitos de interesses que

⁶⁴ IOSCO. **Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. Principle 37. Regulation should aim to ensure the proper management of large exposures, default risk and market disruption. Risk taking is essential to an active market and regulation should not unnecessarily stifle legitimate risk taking. Rather, regulators should promote and allow for the effective management of risk, also with a view to fostering market resilience and stability, and ensure that capital and other prudential requirements: are sufficient to address appropriate risk taking; allow the absorption of some losses; and check excessive risk taking. An efficient and properly structured clearing and settlement process that is supervised and uses effective risk management tools is essential.

demandariam um aumento do escrutínio regulatório, e não dispensas, em razão dos incentivos que se colocam para que os intermediários busquem a maximização de seus resultados em detrimento da melhor execução para seus clientes.

Por último, foram levantados ao longo desta manifestação argumentos em relação ao aumento dos custos e investimentos para cumprimento das regras e deveres fiduciários pelos intermediários em um cenário de internalização, que podem levar ao agravamento da situação competitiva na indústria de intermediação. Neste contexto, a aprovação de um ambiente experimental que ofereça vantagens, ainda que temporárias, a determinados participantes, pode intensificar esta situação, gerando eventuais arbitragens regulatórias, privilégios e assimetrias.

Ainda de acordo com os argumentos trazidos a Parte A desta manifestação, existem riscos sistêmicos relevantes relacionados à eventualidade de aprovação de *waiver* regulatório para a utilização obrigatória dos serviços centralizados de pós-negociação no contexto da internalização.

A esse respeito, destacam-se os serviços de compensação e liquidação, que contribuem para o gerenciamento e mitigação de referidos riscos sistêmicos e preservação da estabilidade do mercado. Estes serviços da pós-negociação são também regulamentados e supervisionados pelo Banco Central do Brasil, de modo que eventuais alterações regulatórias que tenham impactos na pós-negociação e no gerenciamento de riscos sistêmicos necessitarão da atuação conjunta de ambos os reguladores.

Em relação à manutenção do ativo em conta do beneficiário final, como mencionado anteriormente, no Brasil, a regulamentação exige que os valores mobiliários sejam mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas por investidor, incumbindo ao custodiante a abertura de tais contas de depósito em nome dos investidores⁶⁵, exigindo-se, portanto, a identificação ao nível do beneficiário final.

Ainda que se considere que o art. 24, § 3º, inciso II da Lei nº 12.810/2013 permite uma alteração regulatória para autorizar a utilização de conta coletiva (*omnibus*) pelo

⁶⁵ Resolução CVM 31. Art. 33. Os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas por investidor e movimentáveis a partir de crédito ou débito. § 1º As contas de depósito devem ser abertas, em nome dos investidores, pelos custodiantes por eles contratados. § 2º Incumbe aos custodiantes que prestam serviços para os investidores a realização de todos os atos de identificação destes perante o depositário central e de representação para a realização de atos relacionados ao depósito central, observadas as regras e procedimentos mínimos estabelecidos pelo depositário central.

intermediário⁶⁶, a ausência de identificação do beneficiário final na depositária central viola o art. 35, caput, da Lei nº 6.404, que exige o registro da propriedade da ação em conta de depósito, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária⁶⁷.

Assim, a utilização de conta *omnibus* pelo intermediário para guarda dos valores mobiliários objeto de negociação no ambiente internalizado, sem a identificação da titularidade no nível do beneficiário final na depositária central (conta segregada por comitente final), não pode ser autorizada por mera mudança regulatória, dado que viola a Lei 6.404.

Tal configuração de contas *omnibus* tornaria mais complexo, inclusive, o exercício dos direitos dos acionistas, a exemplo do direito de participação e voto em assembleias, uma vez que dificultaria o controle da titularidade efetiva das ações, pelos emissores.

Ademais, conforme destacado na Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), mesmo que se argumente sobre a possibilidade de utilização de conta *omnibus* em situações específicas, eventual adoção da estrutura de conta *omnibus* no depositário central exporia os investidores ao chamado "*fellow-costumer-risk*", ou seja, ao risco de que outro cliente do mesmo participante entre em inadimplemento e crie uma perda que exceda tanto o saldo disponível para suportar as posições do cliente inadimplente quanto os demais recursos disponíveis do participante⁶⁸.

A segregação no nível do investidor final é mais efetiva em termos de monitoramento, controles e, principalmente, por permitir a identificação precisa e eventual portabilidade das posições, em caso de insolvência do intermediário, para outro participante de mercado sem que haja confusão entre os patrimônios das instituições e do investidor.

Com relação ao tema de supervisão de mercado, além de regras que exijam que intermediários garantam o melhor resultado possível para seus clientes, levando em consideração fatores como preço, custo, rapidez e probabilidade de execução

⁶⁶ 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. (...) § 3º Os ativos financeiros e valores mobiliários transferidos na forma do caput : (...) II - devem permanecer nas contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos;"

⁶⁷ Lei nº 6.404/1976. Art. 35. A propriedade da ação escritural presume-se pelo registro na conta de depósito das ações, aberta em nome do acionista nos livros da instituição depositária.

⁶⁸ Nota Técnica Eizirik Advogados (ANEXO V), p.60-61.

(preferencialmente evitando incluir apenas o preço explícito na consideração da melhor execução, mas sim o custo “*all in*” para todo tipo de investidor), outras exigências são necessárias para garantir a preservação e o bom funcionamento dos mercados e da segurança dos investidores, como, por exemplo, normas que exijam que intermediários disponibilizem políticas detalhadas sobre a forma como lidam com operações em conflito de interesses e definam requisitos específicos de revisão e formalização.

É imperativo criar exigências relacionadas à segregação física e tecnológica de funções e acesso a informações dentro dos intermediários que permitam coibir o uso indevido de informações privilegiadas. Isso inclui restringir o acesso de *traders* a informações confidenciais sobre ordens de clientes, implementar barreiras para evitar que essas informações sejam usadas para obter vantagens indevidas, definir controles e metodologia para punir de forma eficaz os participantes que o façam e, eventualmente, criar regras de negociação mais restritivas aplicáveis aos seus colaboradores para mitigação das situações de conflito de interesses.

Essa mesma segregação deveria ser implementada dentro das instituições que comprem o fluxo internalizado, caso o PFOF seja permitido, lembrando que, na grande maioria dos casos, a atuação destas entidades se dá por meio de algoritmos avançados, o que introduz uma camada adicional de complexidade para a supervisão, com a necessidade de auditoria destes algoritmos.

Sugere-se que a informação dos sistemas internalizadores incluísse, além das informações da transação, no mínimo, detalhamento sobre o local de execução, *time stamp*, melhora de preço entregue ao investidor e se a ordem foi preenchida pelo livro proprietário do intermediário, pelo seu fluxo de clientes ou por terceiro contratado (incluindo a transparência sobre a remuneração recebida pelo intermediário neste caso), com o objetivo de dar um mínimo de transparência pós-negociação e melhorar o acesso à informação por parte dos investidores e do regulador.

Considerando as dinâmicas existentes, os custos de supervisão devem aumentar de forma significativa. As operações do ambiente opaco, são realizadas fora do livro e fogem dos mecanismos de transparência e das ferramentas de monitoramento de operações e sistemas de alertas hoje existentes e pensados para um contexto de visão consolidada do mercado, tornando mais complexos a supervisão e o *enforcement*. Auditoria em participantes que substituam as atividades que não seriam realizadas pela BSM em caso de internalização fora de bolsa deveriam ser exigidas pela CVM neste contexto, e tendem a se tornar mais longas e morosas, uma

vez que um conjunto maior de documentos, regras, dados e informações precisará ser solicitado e analisado com maior rigor e profundidade, considerando que o supervisionado é o único detentor das informações em inerente situação de conflito de interesse. A supervisão do cumprimento de deveres regulatórios pelo intermediário demandaria maior diligência de averiguação de informações e dados disponibilizados.

Além do aumento da complexidade e dos custos para a supervisão do mercado e intermediários, na hipótese de internalização fora de bolsa, os prejuízos decorrentes da ação ou omissão de intermediários ou de seus administradores, empregados ou prepostos, nessas negociações não estão abrangidos pela proteção do Mecanismos de Ressarcimento de Prejuízos ("MRP"), nos termos do art. 124 da Resolução CVM nº 135/2022⁶⁹.

Cumprir destacar que, considerando o histórico de investidores que recorrem ao MRP, em sua maioria pessoas físicas, é necessária cautela adicional para avaliar os possíveis impactos da internalização, uma vez que são exatamente estes os investidores que podem ser bastante prejudicados com a redução da transparência e os eventuais prejuízos decorrentes da atuação dos intermediários.

Neste contexto, considerando os desafios de supervisão de intermediários na internalização fora de bolsa já mencionados nesta manifestação, deve-se ainda ressaltar os possíveis impactos na apuração de responsabilidades para fins de ressarcimento de investidores, uma vez que essas informações ficam restritas aos intermediários que já se encontram em situação de conflito de interesses.

Vale ressaltar, ainda, que o MRP serve também como uma importante fonte de informações e dados relacionados ao cumprimento de deveres e obrigações por parte dos intermediários. Nos processos de MRP, os próprios clientes dos intermediários podem trazer e apontar falhas relevantes nos processos desses intermediários, resultando na abertura de procedimentos de investigação e até instauração de processos administrativos pela BSM, constituindo-se assim um instrumento relevante de monitoramento indireto. Nesse sentido, a ausência de MRP pode representar um desafio adicional à supervisão.

⁶⁹ Conforme apontado na Nota Técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS (ANEXO VII), a alternativa para a ausência de qualquer MRP seria a instituição de múltiplos MRPs para cada ambiente internalizado, um MRP único para os ambientes internalizados ou a conexão com os MRPs geridos pelas entidades administradoras de mercado organizado. Em todas essas alternativas há impactos e desafios regulatórios e operacionais a serem considerados (p.38-42).

Neste cenário, parcela expressiva dos investidores de varejo restaria desprotegida de eventuais perdas financeiras decorrentes de atuações ou omissões indevidas do intermediário e de seus prepostos. Ademais, poderia haver um desestímulo à adoção de diligências para cumprimento dos controles e deveres fiduciários pelos intermediários – e consequente incremento dos custos de supervisão pela CVM.

Por fim, cabe esclarecer que o modelo de internalização de ordens pode passar a demandar a estruturação de mecanismos de ressarcimentos próprios dos intermediários que façam frente a essas obrigações em relação às operações realizadas fora do mercado de bolsa.

A alternativa de constituição e manutenção de um MRP por cada intermediário que realize operações internalizadas, por outro lado, implicaria em uma multiplicidade de regras e procedimentos. Conforme destaca Barbosa Sociedade de Advogados em sua Nota Técnica (ANEXO VII), tal cenário resultaria em um maior dispêndio de recursos (i) por parte dos intermediários, que precisariam fornecer à CVM relatório consolidado com todas as informações e casos de pedido de ressarcimento, com dados sobre andamento e solução para o caso concreto, e (ii) por parte do corpo técnico da CVM, que “precisaria julgar recursos feitos nos mais diversos mecanismos, com diferentes formas de funcionamento e sem uniformidade nas decisões, o que importaria em entraves não somente ao seu trabalho de supervisão, mas também de uniformização de precedentes sobre pedidos de ressarcimento”⁷⁰. Por tais motivos, Marcelo Barbora conclui se tratar de alternativa de difícil implementação e execução, com diversos pontos de atenção.

⁷⁰ Nota Técnica BARBOSA SOCIEDADE DE ADVOGADOS (ANEXO VII), p. 39.

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 IV do Relatório Parcial?

O Relatório Parcial de AIR teve sucesso ao identificar e descrever os principais entes e participantes que seriam afetados com a eventual liberação da internalização de ordens no mercado brasileiro. Ainda assim, essa d. Autarquia deveria considerar e aprofundar em sua análise os impactos que a opção regulatória traria para determinados grupos, em especial para os investidores institucionais.

A seguir se encontram listados os principais entes e participantes de mercado que seriam os principais impactados pela liberação da internalização de ordens, com a indicação de comentários, citações colhidas de investidores da B3 no processo de estudo para o desenvolvimento desta manifestação.

1. CVM

O mercado de capitais desempenha função fundamental na formação da poupança nacional e financiamento das empresas, bem como na promoção do desenvolvimento econômico. A CVM possui papel determinante para assegurar, através do arcabouço regulatório, processos e infraestruturas, um mercado de capitais que apresente, dentre outras características, (i) segurança, isonomia e resiliência na condução das operações; (ii) diversidade de intermediários, investidores e emissores, que possibilitem alternativas para alocação de investimento, execução de estratégias, captação de recursos e escolha de parceiros; (iii) capacidade de supervisão e *enforcement* para garantir o cumprimento das regras, prevenir condutas inadequadas e punir eventuais abusos que surjam de situações de conflito de interesses; e (iv) ambiente que incentive a inovação e desenvolvimento contínuos que não gerem desequilíbrios, assimetrias ou riscos indesejados.

Essas funções são bem resumidas em seu propósito de “zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais,

promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores”⁷¹.

Neste sentido, a escolha regulatória sobre internalização deve ter como premissa inegociável a preservação dos pilares mencionados e dos avanços conquistados pelo mercado brasileiro nas últimas décadas.

A segregação de perfis no mercado em razão da internalização de ordens tornaria o ambiente mais complexo e repleto de incentivos a comportamentos indesejados estimulados pelos conflitos de interesses que poderiam levar os intermediários a agirem em benefício próprio para, assim, maximizarem os seus lucros ao invés do bem-estar e da melhor execução de ordens dos investidores, como discutido anteriormente.

Como resultado, os custos regulatórios associados à supervisão e *enforcement* das regras aumentariam no cenário da existência de internalização em mercados *dark*. Segundo estimativas da ER DESK (ANEXO II), estima-se que o custo de supervisão seria de aproximadamente US\$60 milhões por ano absorvidos pela CVM ou repassados aos intermediários e investidores. Vale mencionar que a auditoria em participantes e monitoramento de más práticas não seriam atividades realizadas pela BSM em caso de internalização fora de bolsa, recaindo sobre a indústria. Para mitigar os riscos associados à internalização. Entre outros motivos, isto ocorre, pois, as operações internalizadas fora de ambiente de bolsa ficam fora do escopo de atuação da BSM ou de qualquer autorregulação existente, o que torna mais complexa a atividade de supervisão pela CVM.

Neste sentido, a eventual proposta de criação de uma estrutura de autorregulação própria a cada ambiente internalizador seria inviável, pois implicaria a criação de várias estruturas, que teriam que ser completamente apartadas e autônomas em relação aos ambientes de internalização para agirem com imparcialidade, aumentando a complexidade e os custos da indústria, e agravando o movimento de concentração de mercado em instituições com maior poder econômico. Ademais, seria necessário garantir que tais estruturas de autorregulação próprias de cada ambiente internalizador observassem certa uniformidade de atuação e de entendimentos, o que implicaria em desafios adicionais ao modelo.

A internalização de ordens poderia trazer benefícios, como o incentivo aos intermediários buscarem novos investidores e desenvolverem certos mercados e

⁷¹ Missão e Valores CVM. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/institucional/missao-valores-e-objetivos-estrategicos>. Último acesso em 30 de setembro de 2024.

produtos, a redução de custos explícitos de transação e a possível melhoria de preços para os investidores de varejo, desde que implementada (i) de maneira controlada, com limites que assegurem que a maior parte do fluxo dos investidores continue sendo direcionada para o livro central para que seja preservada a sua diversidade e, conseqüentemente, o processo de formação de preços, e (ii) dentro de um ambiente de bolsa, para aproveitar os mecanismos, controles, monitoramento e supervisão já existentes no mercado de ações brasileiro, considerando a regulação da CVM e a autorregulação vigentes, de modo que não implique riscos e custos adicionais significativos.

2. Administradoras de mercados organizados

Embora a definição de mercados organizados abranja os mercados de bolsa e de balcão, as análises a seguir focam nos potenciais impactos em uma administradora de mercado de bolsa.

i. Bolsas

As bolsas⁷² desempenham papel importante para o bom funcionamento do mercado, pois zelam pela boa formação de preços dos ativos e contratos negociados em seu ambiente, asseguram acesso e tratamento equânime e isonômico para todos os participantes de mercado, ajudam no processo de monitoramento e *enforcement* das regras estabelecidas pelos reguladores, e desenvolvem mercados e ações educacionais para atrair investidores e emissores e fortalecer o mercado financeiro brasileiro.

Conforme explorado anteriormente nesta manifestação, a internalização de ordens não é uma forma de competição *per se* para as bolsas e possivelmente não é capaz de gerar externalidades positivas normalmente observadas em ambientes competitivos, como redução de tarifas e incentivo a investimentos em inovação e tecnologia. Pelo contrário, ao reduzir o fluxo de ordens que são direcionados para o mercado *lit*, cria-se um desincentivo à entrada de novas bolsas que passariam a enxergar um potencial menor de receita e uma demanda maior de investimentos com o aumento da complexidade do mercado e os “efeitos carona”.

Como mencionado na seção “Competição e Internalização”, uma vez que a internalização seja permitida fora do mercado transparente, o fluxo deixa de ser

⁷² Embora atualmente o mercado brasileiro conte com apenas uma bolsa autorizada pela CVM, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, a regulação prevê a possibilidade de múltiplas bolsas, sendo que há dois anúncios públicos de pretendentes a obter autorização similar nos próximos anos.

acessível pela bolsa e seus participantes e qualquer ação de redução de tarifas ou aumento de investimentos realizados pelas bolsas seria ineficaz para atrair novamente o fluxo para o seu ambiente, comprometendo a atividade e responsabilidade das bolsas de zelarem e promoverem a boa formação de preços e impactando negativamente todo o mercado.

Da mesma forma, a segregação de mercados leva à situação em que os intermediários passam a ter discricionariedade de quem terá acesso ao fluxo internalizado, preterindo os demais participantes que não poderiam interagir com o fluxo originário desses perfis de clientes internalizados, e minando o segundo papel desempenhado pelas bolsas, o de promover o acesso isonômico e irrestrito a todos os participantes. Isso levaria à redução de transparência e de acesso ao fluxo de informações que podem trazer um prejuízo para o mercado como um todo.

As bolsas também são responsáveis por supervisionar e monitorar os participantes e operações que passam pelo seu ambiente e, na hipótese de modelos de internalização ocorrerem fora de bolsa, essa parcela das operações deixaria de estar coberta pelas atividades de supervisão e monitoramento desempenhadas pela infraestrutura e pelo seu braço de autorregulação, o que demandaria novos arranjos, regras, esforços e investimentos por parte dos intermediários, dos investidores e, em especial, da CVM, para executar as atividades que de outra forma seriam executadas pela bolsa.

Além disso, como já explicado anteriormente, o uso pelos intermediários e investidores internalizados no ambiente *dark* dos mecanismos de formação de preço e de criação e distribuição de *market data* são exemplos clássicos do efeito "carona" que reduzem incentivos à realização de investimentos pelas bolsas.

Outro aspecto da internalização que impactaria as atividades da administradora de mercado de bolsa e precisaria ser endereçado em eventual regulamentação é a harmonização de regras de *tick size*. O *tick size* adotado hoje no mercado de bolsa brasileiro, para o mercado à vista, é de R\$0,01 e é imprescindível que qualquer melhora de preço exigida pela regulação na internalização respeite esse mesmo valor para evitar arbitragem regulatória e desequilíbrios. Esse tema é, inclusive, alvo constante de discussão nos mercados onde a internalização é permitida e, se não endereçado, resultaria em melhoras ínfimas (*sub-penny*) que prejudicam o repasse de benefícios da internalização para o investidor final e melhoram de forma artificial as estatísticas de benefícios gerados pela internalização.

Conforme discutido anteriormente, a segregação do fluxo de ordens pode resultar na alienação e exportação de determinados perfis de investidores que deixariam de

considerar o mercado brasileiro para alocação de seus investimentos, o que reduziria a importância e eficiência do mercado de bolsa e a relevância do mercado de capitais na economia.

Por último, a administradora de bolsa também possui papel relevante no desenvolvimento do mercado, atração de novos investidores e emissores e no engajamento e construção de conteúdos educacionais para investidores pessoas físicas. Se a maior parte do fluxo de varejo é internalizada, deixam de existir incentivos para que a administradora de mercado de bolsa invista em programas de engajamento e educação financeira desse perfil de investidor.

ii. Depositárias centrais

O modelo de beneficiário final é um dos pilares da estrutura e funcionamento do mercado de ações no Brasil, pois aumenta a segurança para investidores e intermediários (já que permite a identificação com base em informação diária e centralizada das posições de cada investidor final), e leva a uma atuação regulatória muito mais efetiva em termos de monitoramento, controles e prevenção de eventuais problemas e riscos associados à insolvência de intermediários.

A preservação do modelo de beneficiário final no Brasil, mesmo no contexto de uma aprovação de internalização fora de bolsa, é um aspecto que a B3 considera inegociável para a manutenção da segurança do investidor e a higidez do mercado.

O modelo brasileiro é singular entre os grandes mercados de amplitude internacional na questão da identificação do beneficiário final, de forma que a solução regulatória, regras e processos para comandar movimentações de posição dos investidores internalizados teriam dimensões e impactos diferentes no Brasil. Nos EUA e Europa, por exemplo, onde não há a identificação do beneficiário final, as movimentações entre clientes representados por um mesmo custodiante não ocorrem na central depositária, apenas nos controles do intermediário, reduzindo a habilidade de instituições neutras e do próprio regulador de acompanhar as operações, e aumentando o risco para o investidor final.

Caso existisse a internalização fora de bolsa no Brasil, as operações realizadas no mercado *dark* deveriam ser refletidas na central depositária, que precisaria desenvolver sistemas e processos para receber essas movimentações de forma escalável e segura. Ainda, nas operações em que os investidores são representados por custodiantes distintos (o que é muito frequente em transações envolvendo investidores institucionais) seria necessário definir o modelo de liquidação que respeite o conceito de DVP para mitigar riscos e ineficiências nos processos de gestão de caixa.

iii. Clearings

As *Clearings* desempenham papel fundamental para o funcionamento e desenvolvimento dos mercados, já que a função de contraparte central permite que os investidores deixem de ter que analisar o risco de todas as suas contrapartes e passem a compensar as diversas operações que realizam de forma centralizada e com liquidação pelo saldo líquido multilateral, o que traz transparência, segurança e eficiência operacional, de capital e de gestão de caixa para o mercado, além de permitir que intermediários pequenos e médios possam competir com os maiores e mais capitalizados, pois, em um cenário sem a interposição da CCP nas operações, o risco bilateral dos menores poderia se tornar inaceitável para suas contrapartes.

“Para mim é um retrocesso realizar liquidação fora da bolsa. Hoje eu não estou preocupado com contraparte e nem com quem executou a ordem. Não passa nem pela minha cabeça não ser assim.” Sócio, Asset.

No Brasil, em razão do modelo de beneficiário final, a *Clearing* conduz os processos de análise de risco, chamada de margem e gestão de garantias no nível do comitente, o que é particularmente importante para os investidores institucionais.

Como já discutido nesta manifestação, a possibilidade de aprovação de internalização de ordens fora do ambiente de bolsa e sem a necessidade de utilização dos mecanismos de compensação e liquidação centralizados pode resultar em um aumento relevante do risco operacional e sistêmico do mercado, em especial nos casos em que o intermediário, agindo no papel de principal, passe a acumular posições fruto de um descasamento entre o fluxo comprador e vendedor de seus clientes. Neste caso, o intermediário deve tentar direcionar as ofertas para encerramento das posições em bolsa, porém pode ter problemas se superar os limites estabelecidos pela CCP, ou, dado o descasamento de fluxos e janelas de liquidação, enfrentar alto requerimento de margem que talvez não tenha capacidade econômica para absorver, impactando todo o sistema. Neste caso extremo, poderia ocorrer a insolvência do participante com prejuízos para seus clientes, para a estrutura de salvaguardas da CCP e para o mercado como um todo.

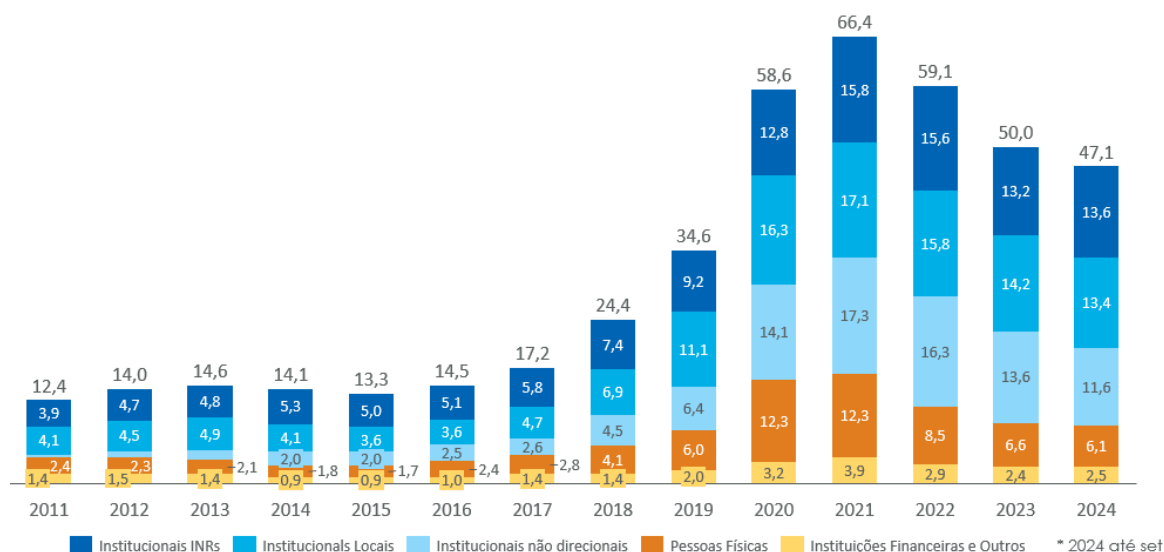
“B3 tem todos os sistemas de proteção para risco de contraparte, sem isso, aumenta o risco sistêmico global e vai gerar assimetrias de risco.” Sócio, Asset

3. Investidores

O ecossistema de um mercado de capitais é formado por diversos perfis de investidores com estratégias, horizonte de tempo de investimento e ferramentas distintos. Compõem esse ecossistema (i) pessoas físicas, (ii) investidores institucionais locais e não residentes com gestão ativa e passiva (fundos de investimento, fundos de pensão, fundos soberanos e *endowments*), (iii) grupos de negociação proprietária, tais como PTGs, HFTs e formadores de mercado, e (iv) tesourarias de instituições financeiras.

A interação desses diversos perfis de forma balanceada, equânime e isonômica no livro central é um dos principais pilares do desenvolvimento e atratividade de um mercado. O gráfico abaixo mostra a diversidade de participantes atuando no mercado de ações no Brasil. Esta diversidade é um dos motivos do crescimento do mercado brasileiro de ações que hoje tem valor de mercado de aproximadamente R\$4,6 trilhões, tendo crescido 78,3% em dez anos, o que viabilizou, neste período, a captação de pouco mais de R\$545 bilhões por empresas no mercado local.

ADTV por tipo de investidor (R\$ bilhões)



Fonte: B3

À luz dos argumentos já trazidos nesta manifestação, a análise criteriosa sobre o tema da internalização de ordens se faz imperativa para que não haja retrocesso nestes avanços conquistados pelo mercado de capitais brasileiro. Neste contexto, é de extrema importância a análise de tais impactos para os diferentes perfis de investidores.

i. Pessoas físicas

Como mencionado anteriormente, a pessoa física (varejo) tende a ter suas ordens segmentadas e internalizadas em razão do seu menor risco para o intermediário, uma vez que são negócios com menor grau de informação, seleção adversa e tamanho e, geralmente, representam um fluxo simétrico para o intermediário (há um certo equilíbrio entre o número de compradores e vendedores).

Em um primeiro momento e até um determinado limite dos volumes internalizados no mercado, isso pode significar uma melhora de preço explícito para esse perfil de cliente, com a redução dos custos de negociação e a eventual melhora sobre o preço de referência (NBBO), se exigida pela regulação.

No entanto, a partir do momento que a segregação do fluxo de varejo gere efeitos na qualidade do livro central, descritos ao longo desta manifestação, o NBBO deve piorar, ou seja, o preço de referência para esse perfil de cliente será pior que o preço que conseguiria no mercado *lit* se não tivesse existido a segregação das ordens.

"O benefício para o cliente é que você não paga comissão, mas pode ter pago um spread ligeiramente maior. No entanto os investidores de varejo não entendem isso", Membro do Conselho, Bolsa Estrangeira*

"O investidor pode ter um benefício marginal, muito pequeno, ou até um malefício se o spread abrir. Ganho de eficiência acabou ficando nos intermediários. Esse é um cenário bem possível." COO, Asset

**Tradução livre realizada pela B3*

Conforme trazido na fundamentação desta manifestação, o estudo da BestEx Research (2021)⁷³ mostra que a melhora média em relação ao NBBO nos mercados onde existe a internalização fora de bolsa é de aproximadamente 15%, porém se as ordens de varejo fossem direcionadas para o livro central, isso resultaria em uma redução do spread em tela estimado em 25%, ou seja, o investidor de varejo estaria melhor em um cenário sem internalização, tendo seu negócio executado no livro central.

Foi incluído na parte B item 3 desta manifestação um estudo sobre o possível impacto positivo de uma exigência de melhora de preço de ordens de varejo

⁷³ BestEx Research, (2021), The Good, the bad & the ugly of Payment for Order Flow. Disponível em: <https://www.bestexresearch.com/insights/the-good-the-bad-the-ugly-of-payment-for-order-flow>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

internalizadas e chegava-se à conclusão de que se a internalização piorasse a qualidade do livro e se os preços de compra e de venda piorassem, o eventual benefício de redução de custos explícitos destes clientes seria pequeno e não compensaria o efeito negativo do aumento de custo implícitos (notadamente, o aumento do spread) para a indústria como um todo.

Além disso, a internalização gera conflitos de interesse que podem levar o intermediário a preterir as ordens desses clientes em benefício próprio ou de outros clientes preferenciais, e restringe o acesso às ordens de varejo, reduzindo a concorrência por esse fluxo e aumentando as condições de negociação da corretora sobre o cliente pessoa física, o que no longo prazo tende a criar uma situação pior para esse perfil de clientes quando comparada a um ambiente onde há competição de preços e de prestação de serviços.

Por último, na hipótese de internalização fora de bolsa, os prejuízos decorrentes da ação ou omissão de intermediários ou de seus administradores, empregados ou prepostos nessas negociações não estão abrangidos pela proteção do MRP, nos termos do art. 124 da Resolução CVM nº 135/2022. Historicamente, as pessoas físicas são os investidores mais afetados por eventuais prejuízos decorrentes da atuação dos intermediários e os que mais recorrem ao MRP em referência aos negócios realizados em bolsa.

ii. Investidores institucionais

Embora a discussão sobre internalização de ordens seja muitas vezes focada no varejo, tendo em vista que a internalização de ordens menos informadas leva a uma captura de spread maior e com menos risco para os intermediários, é imprescindível discutir com profundidade o impacto da internalização para os investidores institucionais sob o risco de reduzir o tamanho do mercado brasileiro e sua relevância no contexto global. Além disso, faz-se necessário discutir a própria possibilidade de internalização de ordens institucionais dado que a Tomada de Subsídios não delimita a internalização como sendo uma ferramenta exclusiva para ordens de varejo, e que a segregação do perfil de varejo pode criar *pools* de liquidez separados que o investidor institucional possa precisar acessar.

Em linhas gerais, investidores institucionais locais e não residentes incluem fundos de investimento, fundos de pensão, fundos soberanos e *endowments*, que possuem um dever fiduciário de buscar a melhor alocação e o melhor retorno para o patrimônio de seus cotistas de acordo com o nível de risco que estes estão dispostos a assumir. Para isso, executam suas estratégias em diferentes mercados e geografias, incluindo o mercado de ações brasileiro.

Muitas dessas instituições têm centenas de milhões sob gestão, em alguns casos bilhões de reais e por isso suas estratégias só podem ser aplicadas de forma eficiente em mercados que tenham um nível mínimo de tamanho e liquidez. Ativos com baixa liquidez apresentam maior custo de negociação, seja em razão de spreads mais largos ou da menor profundidade do livro de ofertas e potencial *slippage* na execução de grandes ordens. Conforme descrito anteriormente, a internalização de ordens pode ter como consequência a piora na formação de preços dos ativos e redução da liquidez acessível de forma ampla para o mercado, aumentando o custo de transação do investidor institucional e reduzindo suas opções de investimento, o que pode estimular a sua migração para mercados alternativos.

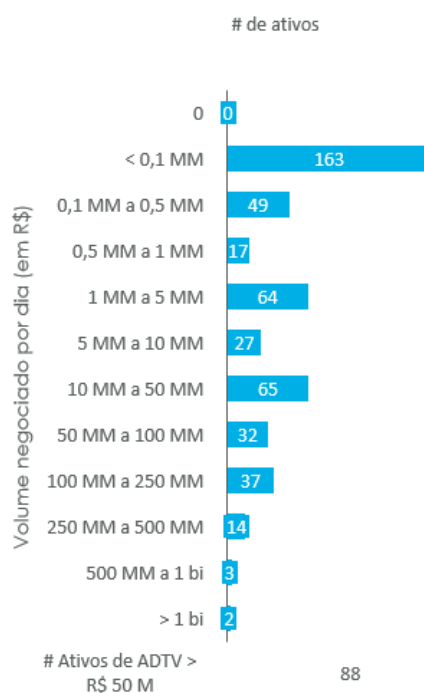
"Tenho um receio de (a internalização) esvaziar o livro de ofertas da B3, prejudicando a formação de preço e a liquidez do mercado [...] Acho que o benefício será marginal e o potencial prejuízo de aumento de spread e drenagem de liquidez do livro é muito maior."
COO, Asset

Foi incluído na parte B item 3 desta manifestação um estudo sobre o impacto da piora da formação de preço para os investidores institucionais locais. Retomando alguns desses números, chegava-se à conclusão de que se a internalização piorasse a qualidade do livro e se os preços de compra e de venda piorassem em um *tick size*, o custo para a indústria de fundos seria da ordem de R\$3,1 bilhões que comparado com o volume financeiro negociado representa um custo médio de 6,3 bps, equivalente a 12,5 vezes o valor de economia máxima que poderia ser aferida pelo institucional caso a negociação ocorresse fora do ambiente de bolsa e sem cobrança de taxas explícitas (emolumentos). A conclusão é de que o eventual benefício de redução de custos explícitos não compensaria o efeito negativo do aumento de custo implícitos (notadamente, o aumento do spread).

*"Bem, qualquer liquidez que não vá para o mercado é uma liquidez da qual os participantes do mercado não podem se beneficiar. Então, de certa forma, isso tem um impacto negativo. É positivo para a corretora e pode ser positivo para os clientes dessa corretora específica porque eles se beneficiam de uma melhor execução, mas é em detrimento de outros participantes que não podem acessar essa liquidez."** Ex-executivo, Corretora.

*Tradução livre realizada pela B3

Além disso, investidores institucionais alocam valores altos em cada estratégia e buscam ativos que possuam liquidez mínima compatível com o tamanho da posição que pretendem construir. No final de 2023, o mercado brasileiro contava com 517 ações admitidas a negociação, com a distribuição do nível de negociação conforme gráfico abaixo. Apenas 88 ações negociavam mais de R\$50 milhões por dia, considerado um *threshold* de elegibilidade adequado para a análise de alocação de volumes de investidores institucionais. Este valor de R\$50 milhões (aproximadamente US\$10 milhões) é considerado uma boa *proxy* para o processo de alocação institucional e foi determinado através de conversas com diferentes investidores locais e estrangeiros, e através da análise das posições desses investidores na depositária de ações da B3.



Fonte: B3

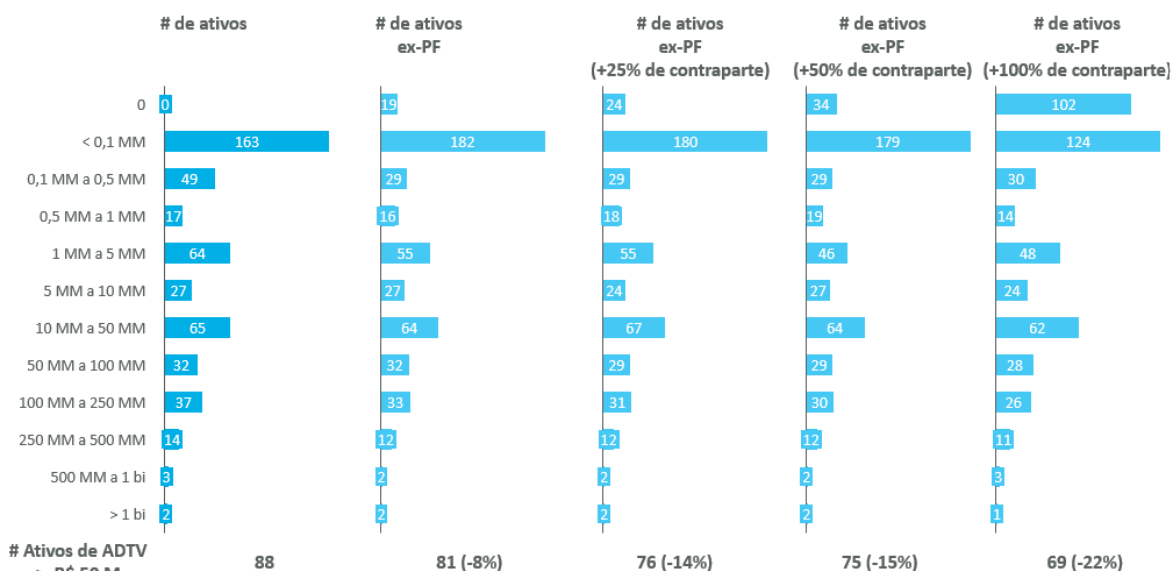
Abaixo, o mesmo exercício de distribuição de liquidez é realizado, porém com a remoção de todo o volume negociado por investidores pessoas físicas, simulando um contexto de internalização semelhante ao americano (vale mencionar que não existe transparência do volume de varejo direcionado para o *lit market* nos Estados Unidos, sabendo-se apenas que ele é muito baixo e que o volume de soluções de RLP em bolsa é inferior a 0,2% das ofertas).

Nota-se como efeito de primeira ordem uma redução de 88 para 81 no número de ações que negociam em média mais de R\$50 milhões por dia. Porém, como efeito de segunda ordem, vale mencionar que a retirada do fluxo de varejo do livro, muito

provavelmente, ocorreria em conjunto com a redução dos volumes de outros perfis de investidores (como formadores de mercado e HFTs), que passariam a atuar nas plataformas de internalização (caso PFOF seja permitido) ou, potencialmente, deixariam de atuar no mercado brasileiro, de forma que esse impacto na elegibilidade é potencialmente ainda maior. Por exemplo, simulando reduções de 25%, 50% e 100% nos volumes negociados por estes dois grupos de participantes, o número de ações negociando em média mais de R\$50 milhões por dia passaria a ser de 76, 75 e 69 ações, respectivamente, ou seja, potencialmente uma redução de mais de 20% no número de ações elegíveis por este critério.

Ativos por faixa de volume negociado

Ações e Units - 2023

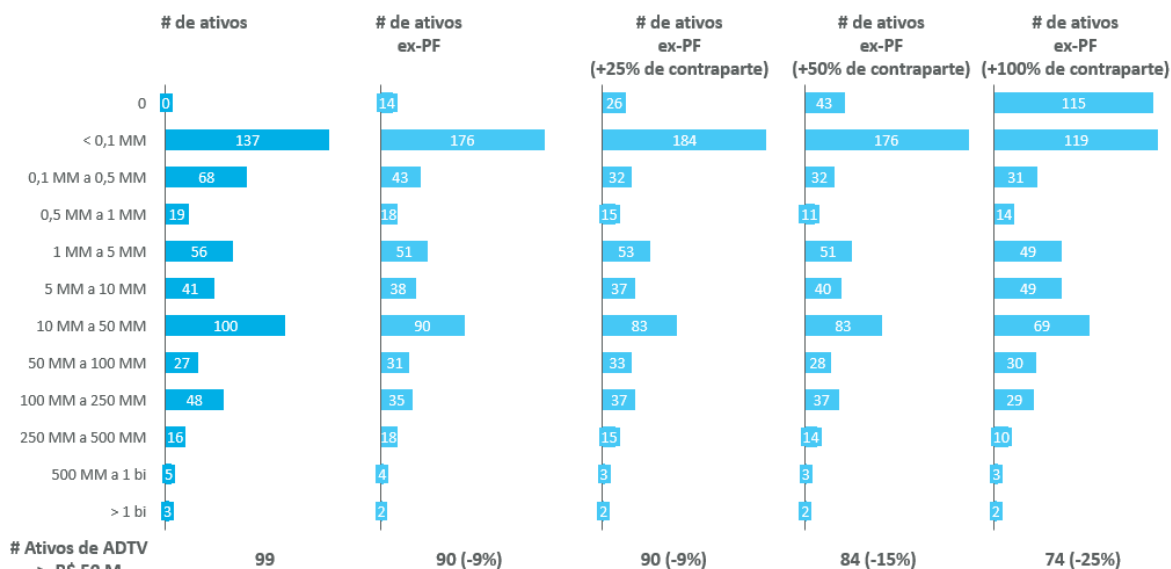


Fonte: B3

Essa conclusão se confirma mesmo nos anos de maior liquidez para o mercado de ações brasileiro. Ao refazer o exercício considerando os dados de 2021 (ano que historicamente registrou os maiores volumes negociados no mercado de ações brasileiro), nota-se que, evidentemente, mais ações negociaram em média mais de R\$50 milhões por dia naquele ano (99 ativos). Simulando a saída do fluxo dos investidores do varejo, este número passaria a 90 ações (redução de 9%), e, retirando adicionalmente 100% dos volumes negociados por suas contrapartes, reduziria para 74 ações. A redução que em 2023 era de aproximadamente 22%, passa a ser, com os números de 2021, de aproximadamente 25% do número de ações elegíveis. Portanto, a análise não se mostra sensível ao momento de mercado.

Ativos por faixa de volume negociado

Ações e Units - 2021



Fonte: B3

Com custos de transação mais elevados e menos ativos que atendam seus requisitos de liquidez diária mínima, é razoável esperar que gestoras de recursos procurarão alternativas para executar suas estratégias e alocar os recursos que administram. Vale mencionar que o mercado internacional está cada vez mais acessível a investidores locais e que muitos gestores de recursos locais já possuem exposição significativa no exterior (em alguns casos maior que a que possuem a ativos brasileiros).

Uma outra reflexão importante é que no cenário com internalização de ordens fora de bolsa, ganham força as relações comerciais e poder de mercado e negociação que seriam cada vez mais concentrados em poucos intermediários. Estes intermediários poderiam passar a concentrar parte significativa do fluxo de um ativo ou mercado e, em razão desta concentração, passar a "prestigiar" ou preterir investidores institucionais de forma individual, dificultando seu acesso a estes ativos e passando a cobrar mais pelos serviços prestados, de forma semelhante ao que já ocorre atualmente nos mercados de renda fixa e de empréstimo de ativos no Brasil.

Os investidores institucionais também poderiam passar a ter menor liberdade na escolha dos intermediários por meio dos quais executarão suas ordens, não só pelo potencial de consolidação e concentração do mercado de intermediários, mas também porque tentariam concentrar suas operações em poucos intermediários na tentativa de aumentar o volume de comissões pagas a eles como forma de ganhar acesso a determinados *pools* de liquidez, já que é de se esperar que investidores

institucionais que pagam mais comissões sejam privilegiados no acesso a mercados centralizados por determinadas corretoras.

Outros pontos relevantes para os investidores institucionais na discussão de internalização são: (i) a tempestividade da transparência pós-negociação, com o balanço entre o atraso para proteger as operações maiores e a transparência para melhorar a simetria de informações do mercado, e (ii) a compensação e liquidação dos negócios por meio de uma *Clearing*, uma vez que a não atuação da *Clearing* nos negócios de um investidor institucional significaria um retrocesso em termos de segurança do mercado e eficiência para investidores.

"Hoje não tenho que me especializar em acessar risco de crédito. Eu não sei fazer isso, não quero fazer isso e acho que é um dispêndio de energia que não faz sentido. É uma externalidade negativa para a indústria como um todo." Sócio, Asset

a. Particularidades do investidor institucional estrangeiro

Esses investidores podem ter um custo mais elevado que inclui as taxas pagas para abertura e manutenção de conta e as estruturas e prestadores de serviço adicionais (agente de custódia, representante legal, advogados, procuradores etc.), além do custo do fechamento do câmbio e da manutenção de garantias no Brasil. Neste sentido, o requisito mínimo de liquidez requerido por este tipo de investidor costuma ser maior que o exigido por investidores locais.

b. Particularidades do investidor institucional com alocação passiva

Os investidores institucionais passivos possuem como estratégia replicar a carteira teórica de um índice. Assim, o resultado obtido é reflexo da variação apresentada no índice. Os índices de ações mais relevantes adotam em suas metodologias critérios de liquidez que impactam diretamente o peso que um ativo possui na carteira teórica.

Atualmente, os negócios fechados nas ferramentas de internalização existentes no Brasil (ofertas diretas, RLP e soluções de grandes lotes), mesmo sendo formas de internalização em bolsa, não são considerados na metodologia de cálculo do índice de negociabilidade de um índice de ações. Da mesma forma, a parcela internalizada dos negócios certamente não o seria, pois, a liquidez desses negócios não seria acessível ao gestor no momento de replicar o índice, impactando a composição da carteira teórica dos índices e, conseqüentemente, a sua replicabilidade pelos fundos passivos.

iii. Formadores de mercado (locais e estrangeiros)

Os formadores de mercado são instituições que se comprometem a comprar e vender ativos específicos com obrigações controladas pelas bolsas (normalmente relacionados a percentual de presença, spread máximo praticado, volume mínimo ofertado) em troca de benefícios de redução de taxas e recebimento de *stipends*, já que seu papel é essencial para garantir a liquidez e a eficiência dos mercados.

Atualmente, existem 54 instituições formadoras de mercado habilitadas nos programas da B3 que promovem a liquidez de 1.384 ativos negociados no mercado à vista. Esse perfil de investidores representa 20% do volume negociado no mercado de ações à vista, BDRs e ETFs brasileiro.

Embora possam ser contraparte de qualquer perfil de investidor, interagem mais intensamente com o fluxo de investidores pessoas físicas agressor. A potencial remoção do fluxo destes investidores do livro central em decorrência de uma internalização de ordens ampla e irrestrita reduziria as oportunidades exploradas pelos formadores de mercado, e faria com que eles se tornassem contrapartes mais frequentes de investidores institucionais informados, o que aumentaria o risco assumido nas estratégias dos formadores e levaria, invariavelmente, a um comportamento mais conservador em tela.

Como efeito prático, haveria menos incentivo para que os formadores de mercado participarem dos programas de formador de mercado da B3 enquanto os que permanecessem demandariam o afrouxamento das suas obrigações com o alargamento de spreads e redução de volumes requeridos em tela. A resultante seria a menor oferta em tela e a piora no processo de formação de preços.

iv. HFTs

Os *high frequency traders* (HFTs) são instituições que utilizam algoritmos e tecnologias avançadas para realizar grandes volumes de transações nos mercados de tela, em altíssima velocidade. A maioria dos formadores de mercado habilitados no mercado brasileiro é HFT, embora nem todos os HFTs sejam credenciados em programas de formador de mercado.

Os HFTs calibram seus algoritmos e estratégias com horizontes de atuação em frações de segundo, realizando milhares de pequenos negócios todos os dias, normalmente, com um perfil mais de *day trader*. Para executarem suas estratégias, investem montantes significativos em tecnologia, pesquisa, dados e pessoas e buscam mercados de tela, líquidos, com volatilidade e oportunidades de arbitragem e em que possam interagir com diferentes perfis de investidores.

Assim como no caso dos formadores de mercado, o interesse dos HFTs em sustentar investimentos para atuar no mercado brasileiro tende a diminuir se parte significativa do fluxo de ordens, especialmente o fluxo de varejo, deixar de ser direcionada para o livro central.

v. Tesourarias

As tesourarias proprietárias das instituições financeiras também contribuem de forma importante para a diversidade de perfis presentes no livro central de ordens e, conseqüentemente, para a boa formação de preço. Além da possibilidade de assumirem posições direcionais em ações, movimento que tem diminuído com as crescentes exigências de capital, as tesourarias costumam atuar como formadoras de mercado, em operações estruturadas realizadas com acionistas de empresas negociadas em bolsa, no papel de provedoras de liquidez das operações em que as corretoras de seus grupos atuam como principal (por exemplo no RLP), ou para fazer o *hedge* de operações que realizam no mercado *offshore*.

A liquidez e o volume negociado por dia são de extrema relevância também para esse perfil de investidor e a internalização de ordens de forma ampla e irrestrita pode desestimular sua atuação como formador de mercado e como provedor de cotações que dariam profundidade ao livro de ofertas.

4. Intermediários

O mercado brasileiro possui 77 corretoras em atividade⁷⁴ entre instituições independentes e as vinculadas a conglomerados financeiros locais e estrangeiros. Embora muitas tenham atuação em todos os segmentos de mercado, é possível dividir os intermediários em dois grupos, de acordo com seu foco de atuação: corretoras com foco no mercado de varejo, e corretoras com foco no mercado de investidores institucionais.

i. Intermediários com foco no mercado de varejo

Em 2023, existiam 42 corretoras com foco em investidores de varejo, sendo que as duas maiores representavam 59,5%⁷⁵ do total negociado por esse perfil de investidor. Historicamente, a principal fonte de receita da corretora de varejo era a taxa de corretagem que, no mercado brasileiro, costumava ser um percentual do

⁷⁴ Ao final de set/24 eram 56 PNPs e 21 PNs.

⁷⁵ Relatório Parcial de AIR sobre internalização de ordens, p. 84. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/20240509-estudo-asa-air-internalizacao-de-ordens.pdf>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024

volume financeiro negociado. Nos últimos anos, o movimento “comissões zero” iniciado pelos intermediários em mercados *offshore* foi adotado amplamente no mercado brasileiro e resultou, em muitos mercados, na isenção da taxa de corretagem nas operações com o público de varejo, fruto do aumento da concorrência e da necessidade de atração de novos clientes.

Neste contexto, a internalização de ordens se coloca como uma fonte adicional de receita, permitindo rentabilizar o fluxo de ordens dos clientes de varejo, já que as corretoras passariam a cobrar pelas operações de forma implícita, ou seja, capturando o spread, o que certamente é mais difícil de ser observado pelo cliente, para compensar as comissões zero.

Com a internalização, o intermediário consegue cruzar as ordens de seus clientes e absorver o spread de compra e venda sem interferência de outros participantes de mercado e com menor risco de mercado. A depender do tamanho do spread, o nível de preço da ação e a melhora realizada no preço do cliente, a receita da corretora pode ser significativamente maior quando comparada ao modelo de corretagem.

Para conseguir se apropriar do spread e não carregar risco direcional, a corretora precisa interagir com fluxo relativamente simétrico de ordens de compra e venda ou aprimorar seus algoritmos de correlação que permitam a zeragem em outros ativos. Desta forma, corretoras maiores, mais sofisticadas e que tenham fluxo maior de varejo são as que mais se beneficiariam da internalização de ordens, aumentando sua capacidade financeira para prospectar e adquirir clientes e, consequentemente, concentrando ainda mais o mercado, basicamente em um movimento magnético de atração de fluxo. Além disso, os investimentos para observância de regras também poderiam ser proibitivos para corretoras pequenas e médias e barreiras para novos entrantes.

“Me preocupa muito em um mercado em que um grupo possui ~50-60% do mercado de varejo estarmos discutindo internalização de ordens provavelmente para esse grupo. Isso com certeza vai gerar benefícios assimétricos, podendo culminar na concentração de mercado com várias casas não sobrevivendo. Eu não estou preocupado, pois meu nicho de cliente, ainda que pessoa física, é diferente.” Gerente, Corretora

As corretoras menores tendem a possuir um fluxo menor de investidores e, possivelmente, menos simétrico entre compradores e vendedores além de terem algoritmos menos sofisticados para zeragem de exposição, aumentando o risco da internalização de ordens em decorrência de posições direcionais que teriam que carregar de forma indesejada.

Apesar das discussões regulatórias em curso nos mercados *offshore* sobre a possível proibição da venda do fluxo de ordens para um terceiro (PFOF), caso ela exista no mercado brasileiro em um cenário de internalização, seria razoável esperar que as corretoras menores também enfrentariam condições menos vantajosas nessas negociações.

Como exemplo, analisando o comportamento dos intermediários e provedores de liquidez nas ofertas RLP, observa-se uma concentração grande em poucas instituições. Um número pequeno de intermediários oferece o serviço, e, dentro deste grupo, apenas alguns internalizam eles próprios as ordens dos seus clientes. Os demais, acabam vendendo o fluxo do varejo para um número reduzido de provedores de liquidez, estando sujeitos às condições comerciais por eles oferecidas.

“Os impactos gerados no elo do intermediário são bastante diferentes. Intermediários focados no varejo e com alto grau de liquidez certamente se beneficiam mais da internalização que intermediários menores e/ou focados no investidor institucional. Único jeito dos menores tirarem algum benefício é através do PFOF, mas daí voltamos a discussões relacionadas a conflito de interesse e melhor execução.” Gerente de Negociação, Corretora

ii. Intermediários com foco no mercado institucional

Em 2023, existiam 38 corretoras com foco em investidores institucionais, sendo que as cinco maiores representavam 63,9% do total negociado por esse perfil de investidor. As corretoras que focam sua atuação no mercado institucional têm um nível de especialização maior e possuem um número significativamente menor de clientes e *ticket* médio muito maior.

Neste contexto, a aprovação de um modelo de internalização amplo e sem restrições e que transborde para o mercado institucional pode ter dois efeitos: (i) aumentar ainda mais a concentração do fluxo de ordens e o poder de negociação dos maiores intermediários especializados no mercado institucional, ou (ii) incentivar a migração do fluxo institucional para intermediários com maior participação no varejo em busca de acesso a este fluxo. Em ambos os casos, este movimento poderia concentrar ainda mais o setor de intermediação.

Neste contexto, os intermediários que concentrarem parte significativa do fluxo de um ativo ou mercado podem utilizar tal vantagem como forma de incentivar seus clientes a concentrarem seus negócios e gastarem mais em comissões, em troca do

acesso “prestigiado” a esses mercados ou ativos, de forma semelhante ao que já ocorre hoje nos mercados de renda fixa e de empréstimo de ativos no Brasil.

Em comparação com o universo de corretora de varejo, no conjunto de corretoras institucionais a perda de competitividade das corretoras menores pode ser ainda mais relevante, reduzindo a proposta de valor dos *discount brokers*, principalmente em ações com parte significativa do volume negociado sendo internalizada em operações maiores.

A concentração de mercado em corretoras maiores e bem capitalizadas pode ser ainda maior se as operações internalizadas deixarem de contar com os benefícios de uma Clearing. Isso porque os investidores passariam a ter que fazer análise de risco bilateral das suas contrapartes, dificultando a atuação de corretoras menos capitalizadas.

Por fim, a piora na formação de preço e redução da liquidez acessível pelos investidores pode reduzir a atratividade do mercado brasileiro, estimulando investidores institucionais locais a buscarem alternativas internacionalmente e reduzindo o interesse de estrangeiros em acessar o mercado brasileiro. Isso seria extremamente prejudicial para os intermediários brasileiros, pois reduziria o número de oportunidades em sua atividade *core*, trazendo um enorme prejuízo e retrocesso ao mercado de capitais brasileiro.

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

A CVM incluiu na AIR um conjunto de quatro jurisdições como benchmarks, explorando as características da internalização de ordens nesses mercados. Todavia, é crucial destacar as distintas jornadas e complexidade regulatória de cada uma dessas para a compreensão da estrutura de mercado atual, evitando uma simplificação excessiva que possa levar a conclusões equivocadas sobre o efeito da internalização para o mercado brasileiro.

1. Origens da internalização de ordens

Argumentar que em várias jurisdições no mundo o mercado evoluiu para contemplar a existência de internalização e que o Brasil seria atrasado por não permitir esta dinâmica é simplista e induz a conclusões infundadas, pois não considera (a) que a origem da internalização em muitos desses mercados não decorreu de aprimoramento de um modelo anterior e muito menos uma decisão regulatória, mas sim da própria condição histórica, e não necessariamente positiva, e (b) que, em muitos casos, os reguladores destas jurisdições vêm tentando, sem sucesso, migrar os volumes dos mercados opacos para os mercados transparentes.

Recuperando a origem histórica da internalização em alguns desses mercados, pode-se dizer que nos Estados Unidos, a internalização já ocorria há muito tempo em ativos da Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE) por meio de um grupo de *dealers* não-membros, conhecido como "*third market*", cujas origens remontam aos anos 1950. Entre os pioneiros e líderes dessa forma de negociação *off-board* da NYSE estavam Weeden & Co. (1960) e Bernard L. Madoff Investment Securities (1980 e 1990).

Embora inicialmente servisse predominantemente a investidores institucionais, a negociação no *third market* evoluiu ao longo do tempo para o atual modelo de internalização das ordens de varejo. Contudo, antes das evoluções regulatórias e tecnológicas que criaram um ambiente propício à competição, a negociação no *third market* era a única alternativa viável.

Além disso, existia a internalização de ordens realizada no ambiente do National Association of Securities Dealers (NASD), cujos membros constituíam um oligopólio para a negociação em mercado de balcão (OTC) de ativos não listados em bolsa.

Entre os anos de 1980 e 1990, com o crescimento da indústria de tecnologia no Vale do Silício, muitas empresas negociadas na NASD atraíram um fluxo significativo de investimentos, e as ações negociadas neste ambiente apresentaram crescimento de volume e passaram a rivalizar com as ações listadas em bolsas tradicionais. No entanto, embora suas cotações fossem exibidas eletronicamente, a NASD não era

um mercado eletrônico. As transações ainda eram executadas via telefone, com *dealers* tipicamente atuando na qualidade de principal, assumindo um lado de cada transação que realizava, internalizando as ordens. Os custos explícitos neste mercado eram consideravelmente inferiores aos do mercado de bolsa, em grande parte devido aos largos spreads *bid-ask* que geravam o lucro dos membros da NASD (custo implícito), levando, em 1996, o Departamento de Justiça dos EUA a acusar grandes *dealers* da NASD por conspirarem para inflar artificialmente esses spreads, resultando em um acordo de vários milhões de dólares e dando origem a reformas regulatórias que implementaram a estrutura atual do mercado dos EUA⁷⁶.

Na Europa, a internalização remonta à existência de *venues* de negociação em países distintos e à crescente pressão de investidores institucionais por realizar negociações transfronteiriças com a introdução do bloco econômico e da zona do Euro que, combinados com uma intervenção regulatória mínima, fomentaram as forças competitivas que levaram à introdução da internalização nos anos 90.

Já no Canadá, a internalização de ordens evoluiu ao longo dos anos, passando por mudanças significativas entre o final dos anos 1990 e inícios dos anos 2000. No início desse período, o "*floor*" da TSE lidava principalmente com as ordens de varejo, enquanto as posições de investidores institucionais eram executadas pelos "*upstairs dealers*" (de forma bilateral e fora da bolsa).

Durante a década de 1990, grandes bancos passaram a consolidar a indústria de intermediários, agregando cada vez mais os fluxos de varejo e institucionais sob o mesmo guarda-chuva. Esses bancos começaram a enviar ordens de varejo para seus "*upstairs dealers*", internalizando-as contra suas contas próprias (como principal) ou contra a posição de seus clientes institucionais (como agente).

Como resultado, foi criado um Comitê Especial para estudar os problemas advindos da segregação de mercado gerada pela internalização, e o relatório final deste Comitê concluiu que "a internalização impacta negativamente a qualidade do mercado da TSE e sua capacidade de oferecer spreads e tamanhos mais competitivos, pois muitas ordens são desviadas do Livro de Ordens da TSE", que "a principal pressão para mudança é a necessidade de melhorar a qualidade do mercado da TSE e torná-la mais competitiva" e que "as principais pressões para o aumento da internalização são o motivo de lucro dos *dealers* e a crescente institucionalização do mercado."⁷⁷

⁷⁶ Justice Department Charges 24 Major Nasdaq Securities Firms with Fixing Transaction Costs for Investors. United States Department of justice. 17/07/1996. Disponível em: <https://www.justice.gov/archive/opa/pr/1996/July96/343-at.html>. Último acesso em: 10 de julho de 2024.

⁷⁷ *Market Fragmentation: Responding to the Challenge. Special Committee of the Toronto Stock Exchange, 1997*

O Comitê Especial concluiu que o futuro da competitividade da TSE dependia da viabilidade do seu mercado público, e propôs medidas para tentar trazer a liquidez para o livro e melhorar o processo de descoberta de preços. O relatório recomendou que a TSE exigisse que seus membros expusessem ordens 1.200 ações ou menos à TSE ou a outro mercado público, com exceções muito limitadas.

Para negócios “cliente-principal”, a recomendação foi ainda mais restritiva. Seria proibida qualquer internalização de um negócio entre essas contrapartes com quantidade inferior a cinco mil ações, a não ser que houvesse melhora de preço. As regras da TSE baseadas nessas recomendações do Comitê Especial regularam a internalização no Canadá até que a TSE adotou as *Universal Market Integrity Rules* (UMIR⁷⁸) em 2002 replicando-as.

2. Diferenças de tamanho dos mercados

Como dito anteriormente, a dimensão do mercado é fator decisivo para atuação de vários investidores, principalmente dos grandes agentes do mercado institucional global e local. O tamanho do mercado tem forte impacto na formação de preço, pois quanto maior a liquidez (ou volume) maior a capacidade de realizar negócios, que, aliada à transparência e ao amplo acesso aos *pools* de liquidez, oferecem condições para o desenvolvimento de um mercado com formação de preços saudável.

Nesse contexto, é importante mencionar que a escala dos principais mercados de capitais do mundo é bem diferente da escala do Brasil, sendo o mercado estadunidense o maior com volumes negociados de cerca de US\$550 bilhões por dia⁷⁹, enquanto o europeu gira em torno de EUR60 bilhões⁸⁰ e o canadense em CAD18 bilhões⁸¹. Isso corresponde, respectivamente, a 100 vezes, 11 vezes e 2 vezes o tamanho do mercado brasileiro de ações (para mais detalhes sobre estas jurisdições, leia a Parte C.4, item 4 desta manifestação).

⁷⁸ UMIR é um conjunto de regulamentações que visam garantir a integridade e a equidade dos mercados de valores mobiliários no Canadá. Estas regras são administradas pela Investment Industry Regulatory Organization of Canada (IIROC), organização autorreguladora responsável por supervisionar os mercados de valores mobiliários e os profissionais do setor de investimentos no país.

⁷⁹ Cboe. **U.S. Equities Market Volume Summary**. Outubro de 2024. Disponível em: https://www.cboe.com/us/equities/market_share/market/2024-10-30/. Último acesso em: 30 de outubro de 2024.

⁸⁰ Relatório técnico Rosenblatt (ANEXO IV), pág. 12.

⁸¹ Relatório técnico Rosenblatt (ANEXO IV), pág. 16.

Resumidamente, os EUA, sendo o maior mercado global, adota a postura mais liberal em relação à internalização e apresenta uma participação mais alta dos mercados opacos em relação ao volume total negociado. Na Europa, por outro lado, há mais restrições, quando comparada aos EUA, para incentivar que o máximo possível de negócios seja realizado em ambientes públicos – um exemplo desse direcionamento são as regras de *double volume cap* – que serão exploradas a diante.

Já o Canadá possui uma abordagem bem mais restritiva do que os mercados estadunidense e europeu, permitindo a internalização apenas em casos de exceção e exigindo que esta ocorra sempre dentro do ambiente de bolsa, resultando nos níveis mais baixos de participação de mercados opacos no total dentro dessas três jurisdições. Conforme apontado no tópico anterior, o Comitê Especial da TSE concluiu no passado que proteger a descoberta de preços deveria ser mais importante que propiciar benefícios para participantes individuais que pudessem ser extraídos de políticas de internalização mais liberais. Por esse motivo, o Canadá adotou a abordagem mais conservadora no tema que prevalece até hoje. Ressalta-se que também contribuiu para essa decisão o fato de o mercado canadense ser, muito menos líquido do que o dos EUA e de as externalidades negativas do efeito da internalização serem agravadas nestas condições.

3. Diferenças entre os modelos de internalização e suas complexidades

Existem modelos diferentes de internalização em cada uma destas jurisdições apontadas como benchmark pela CVM. A tabela abaixo traz um resumo destas características, incluindo os casos australiano e o brasileiro para comparação.

Internalization Models	USA		Canada	Australia	Europe		Brazil	
Asset class	Equities	Options	Equities	Equities	Equities	Equities	Equities	Equities - Minis
Model	Off-exchange wholesaler	Exchange market maker	Broker Preferencing	Off-book price improvement	Systematic Internalizer (SI)	Best of Books (ENX BoB)	Xetra Retail	Retail Liquidity Provider (RLP)
Internalization conducted under the rules of a marketplace	Conducted off exchange by wholesaler	Internalization conducted under the rules of a marketplace	Internalization conducted under the rules of a marketplace	Internalization conducted under the rules of a marketplace	Conducted off exchange by SI	Conducted under Euronext rules	Conducted under Xetra rules	Conducted under the B3 rules
Payment for Order Flow (PFOF)?	Allowed and widespread	Allowed and widespread	Not allowed for listed securities	Prohibited	Banned in 2023.	To be completely phased out by end of June 2026		Allowed
Customer segmentation	de facto	de facto	de facto	de facto	de facto	By exchange rules design	By exchange rule design	de jure
Order execution	at NBBO or better	within top of book or MM quotes	at top of book or better	1 tick improvement to BBO or midpoint	At BBO or 1 tick improvement	at top of book or better	at top of book or better	At top of book or 1 tick improvement
Priority	No book priority	No book priority	Price / Broker / Time	Need 1 tick PI to jump the queue	No book priority	Price / Time	Price / Broker / Time	Price / Broker / Time
Interaction with order book	None	Depends on exchange model	Linked to order book	Linked to order book	None	Linked to order book	Linked to order book	Linked to order book
Is Price Improvement required to execute off-market?	Optional / Not guaranteed	Optional / Not guaranteed	Not for broker preferencing. Required for dark pools	Required	Optional / Not guaranteed	Optional / Not guaranteed	Optional / Not guaranteed	Optional / Not guaranteed
Minimum size of price improvement	Sub-penny	Sub-penny	Sub-penny but substantial	Full tick or midpoint	Full tick or midpoint	Sub-penny	Sub-penny	Full tick or midpoint
Quantitative restrictions (Maximum%)	None	None	None	None	None	None	None	Restricted to certain max %
Minimum quoted price increment	\$0.01 if share price > \$1	\$0.01	\$0.01 if share price > \$0.5	Full tick or midpoint	EU-wide regime; depends on price and liquidity	EU-wide regime; depends on price and liquidity	EU-wide regime; depends on price and liquidity	R\$0.01
Minimum trade price increment	Sub-penny executions allowed	Sub-penny	Full tick or midpoint	Full tick or midpoint	Full tick or midpoint	Full tick or midpoint	Full tick or midpoint	Full tick or midpoint
Order handling disclosures	SEC Rule 605 and 606 Reports. Not order by order.	SEC Rule 605 and 606 Reports. Not order by order.	Order Handling and Execution Disclosure	Usually high volume process; exceptionally order by order	Order and best execution policy. RTS 28 to be deleted	Best execution policy. RTS 28 to be deleted	Order and best execution policy. RTS 28 to be deleted	Quarterly disclosures detailed on MPO B3
Best execution criteria	Best price		Total consideration	Best price for retail	Total consideration	Total consideration	Total consideration	Minimum cost

Fonte: ER DESK⁸²

Nos Estados Unidos, por exemplo, a internalização pode ocorrer por meio de vários mecanismos, a saber:

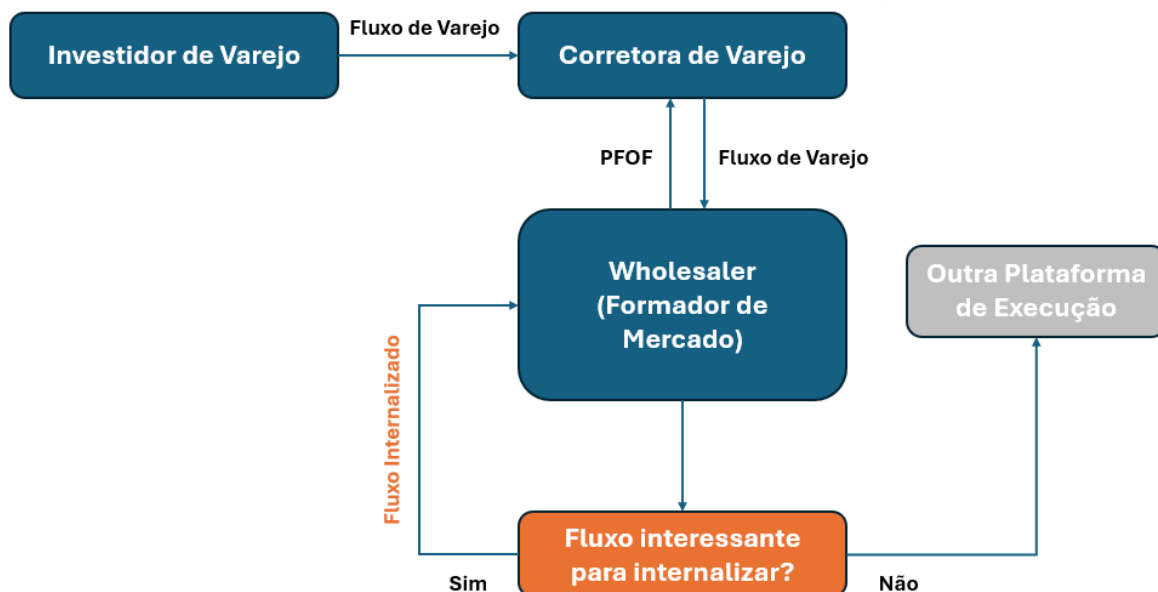
i. Modelo de “*wholesaling*”

Neste modelo, que representa 16,6% do mercado⁸³, as corretoras voltadas ao público de varejo em geral encaminham seu fluxo de ordens para formadores de mercado eletrônicos, que executam as ordens no papel de principal, sem expô-las ao mercado, ou as direcionam para serem executadas em outro ambiente de negociação – conforme ilustrado pela imagem a seguir.

A estrutura de mercado americana exige que as corretoras cumpram o dever de melhor execução com base no NBBO. Isso levou a certa complexidade e necessidade de investimento em *compliance* para garantir as regras de *best execution* e de roteamento de ordens. Dessa forma, como consequência, as corretoras de varejo no geral direcionam o seu fluxo para os formadores de mercado como forma evitar tais custos e se resguardam contra eventuais perdas decorrentes de falhas tecnológicas além de receberem pelo fluxo vendido.

⁸² Relatório técnico ER DESK (ANEXO II), p. 38

⁸³ Relatório técnico Rosenblatt (ANEXO IV), p. 7.



Fonte: B3

Já os *wholesalers* ganham acesso privilegiado a um fluxo de ordens menos informadas (de varejo), usualmente com ordens de execução a preços de mercado. Este fluxo, tipicamente, não contém ordens limitadas, o que lhes permite cruzar o spread de referência do mercado (NBBO), além de serem ordens geralmente com menor assimetria informacional em relação à oferta e demanda de curto prazo, quando comparadas às ordens de grandes instituições. Para os intermediários, realizar a internalização acaba sendo mais lucrativo e menos arriscado pois não competem com terceiros pelas operações dos seus clientes, como ocorreria em bolsa, que é sujeita às regras de *Fair Market Access* e, portanto, acessível a todos os participantes do mercado.

A relação entre o *wholesaler* e o corretor de varejo ocorre por meio do processo de PFOF já descrito anteriormente. Os *wholesalers* reportam transações internalizadas para uma *Trade Reporting Facility* (TRF). Essas transações são refletidas nos *market datas* em tempo real, sem revelar a corretora específica ou o centro de mercado que executou a transação. O programa de Transparência OTC da FINRA divulga volumes agregados de corretoras e *Alternative Trading Systems* ("ATSS"), porém com atraso e sem atribuição específica.

Vale mencionar que o volume negociado em ambientes opacos aumentou muito desde a pandemia de COVID-19, impulsionado pelos interesses dos *wholesalers* depois da adoção das políticas de zero comissão, o que vem preocupando os reguladores destas jurisdições em razão da observação do prejuízo para o processo de formação de preços.

ii. *Alternative Trading Systems (ATS)*

Diferentemente do que ocorre no modelo anterior, os ATS permitem interações multilaterais com o fluxo, porém por não estarem sujeitos às regras de *Fair Market Access*, utilizam algoritmos para segmentar os fluxos de ordens, inclusive resultando em relações bilaterais.

A regulamentação dos ATS implementada pela SEC em 2000 possibilitou o surgimento destas plataformas que passaram a desafiar as bolsas e *dealers* que ainda realizavam operações de ações de maneira manual. Essas plataformas operavam livros eletrônicos com cotações firmes e acessíveis eletronicamente pelos assinantes, e constituíam centros de mercado exibidos, também conhecidos como *Electronic Communications Networks* (ECNs), que contribuíam para a formação de preços ao publicarem as ofertas e demandas dos assinantes.

Todavia, com a migração do restante do mercado dos modelos manuais para o modelo eletrônico e implementação do *Regulation National Market System* (Reg NMS) em 2005, os ATS passaram a operar predominantemente como mercados opacos executando ordens de menor magnitude desviadas das bolsas, concentrando hoje 11,3% do volume do mercado⁸⁴.

iii. *Single Dealer Platforms (SDPs)*

São plataformas que permitem a negociação bilateral de ordens, sendo operadas por corretoras que atuam como únicos provedores de liquidez. Essas plataformas, que possuem aproximadamente 5% de *market share*⁸⁵, assemelham-se aos sistemas de internalização de ordens no varejo, contudo, compartilham também algumas características com os ATS.

Os SDPs surgiram com a Reg NMS e aceitam ordens *takers*. Embora possam oferecer melhoras de preço e rebates para as corretoras que enviam ordens, uma distinção crucial é que processam ordens provenientes de *smart order routers*, que gerenciam ordens institucionais, e *wholesalers*, que buscam execuções rápidas para ordens de varejo que não foram internalizadas.

Os operadores de SDPs, assim como os *wholesalers*, possuem a discricionariedade de executar ou não uma ordem, mostrando indicadores de interesse quando há liquidez, e seus ambientes passaram, recentemente, a contar com o papel de provedores de liquidez.

⁸⁴ Idem.

⁸⁵ Idem.

Em termos de transparência pós-negociação, os SDPs seguem um regime análogo ao dos *wholesalers*, com obrigatoriedade de publicar as transações via *Trade Reporting Facilities* em tempo real, sem especificar o SDP executor. Dados agregados de volume são incluídos no regime de transparência OTC da FINRA, contudo, sem atribuição individual aos SDPs e com atraso.

iv. Manual Crossing and Principal Facilitation

Neste modelo, que já foi predominante no mercado de ações estadunidense mas atualmente representa aproximadamente 11%⁸⁶ do volume consolidado do mercado, as corretoras combinam manualmente as ordens de dois clientes, geralmente envolvendo grandes blocos de ações. Esse processo é conduzido por *traders* que recebem uma ordem de um cliente e a oferecem a outros clientes, buscando uma contraparte para selar a transação.

As execuções nesses modelos de negociação não podem ser realizadas por preços que ultrapassem as cotações protegidas e devem ser reportadas via TRF, aparecendo em tempo real nos *feeds* de dados consolidados do mercado, sem a identificação da corretora específica. Os dados de volume agregados por corretora são disponibilizados posteriormente no regime de transparência OTC da FINRA, mas o volume das transações é agrupado com outras formas de negociação fora de bolsa não-ATS.

Na Europa, desde a implementação da MiFID II, surgiram dois tipos principais de SIs, os operados por bancos e os operados por *Electronic Liquidity Providers* (ELPs). Os SIs operados por bancos, que representam a maior parte da atividade de internalização sistemática na União Europeia (6,55%)⁸⁷, adotam diversos modelos operacionais e incorporam uma variedade de fontes de liquidez, frequentemente constituindo o primeiro destino para as ordens dos clientes antes de serem encaminhadas para outros locais externos.

Prioritariamente a fonte de liquidez dessas ordens é interna, por meio das mesas proprietárias destes bancos, porém a depender da estratégia de negócios do banco, a fonte de liquidez destas plataformas pode ser ordens de outros clientes do banco ou as mesas de terceiros formadores de mercado.

A transparência pública acerca dos volumes dos SIs de bancos é limitada. Há escassez de informações sobre o tamanho de SIs individuais e a proporção de negócios realizados nestes locais *vis-à-vis* aqueles fechados por eles no ambiente

⁸⁶ Idem.

⁸⁷ Relatório técnico Rosenblatt (ANEXO IV), p. 13.

de balcão (OTC) já que ambos muitas vezes são reportados aos ambientes de registro sob a mesma rubrica.

Em contrapartida, há os SIs operados por *Electronic Liquidity Providers* (ELPs), que são gerenciados pelos maiores formadores de mercado europeus. Estes SIs fornecem um mecanismo de internalização para firmas de negociação proprietária, oferecendo ordens roteadas de várias corretoras. Essas cotações consistem em ordens firmes, com características diversas baseadas em fatores como tamanho e necessidade de melhoria de preço.

Desde a introdução do MiFID II, observa-se um crescimento da participação dos ELP SIs, porém os seis maiores ELP SIs representam apenas 2,82%⁸⁸ do volume total europeu. Além dos SIs, a MiFID II também incentivou os "locais para leilões periódicos"⁸⁹, que agregam volumes de múltiplos participantes em leilões e duram tipicamente no máximo 100 milissegundos. Muitos desses locais apresentam mecanismos de *broker preferencing*, permitindo que ordens opostas de clientes da mesma corretora se encontrem dentro de um leilão periódico. Esta foi uma ferramenta de contorno do regulador para a negociação dentro dos SIs.

Finalmente, no Canadá, a internalização de ordens pode ocorrer via os chamados "*intentional crossings*" e os "*unintentional crossings*".

Os "*intentional crossings*" ocorrem quando um *dealer* insere simultaneamente ambos os lados da transação, com o mesmo ativo e no mesmo preço. Essa modalidade de internalização representa menos de 8%⁹⁰ do volume total de ações canadenses, e sua participação de mercado tem diminuído nos últimos cinco anos. Esse tipo de ordem constitui a forma mais pura de internalização permitida no Canadá, uma vez que nenhum lado da transação interage com o mercado mais amplo. Entretanto, as regras locais exigem que todas as transações sejam inseridas

⁸⁸ Idem.

⁸⁹ Do ponto de vista operacional, os *Periodic Auctions* configuram-se como plataformas de negociação nas quais ocorrem diversas chamadas de curta duração ao longo do dia. Um leilão é desencadeado quando ordens opostas referentes ao mesmo ativo se encontram no livro de ordens. Nesse momento, inicia-se uma fase de chamada aleatória, cuja duração varia entre 100 a 150 milissegundos, durante a qual outros negociadores podem participar. Durante esse período, informações sobre o preço potencial das ordens e/ou o volume agregado disponível podem ser divulgadas nos feeds de preços pré-negociação. O método de determinação do preço final do leilão varia entre as diferentes plataformas. Em algumas, o preço é baseado nas primeiras ordens que ingressam no livro, enquanto em outras, é formado com base no fluxo do leilão. No que tange à transparência, os *Periodic Auctions* situam-se entre os mercados *lit* e *dark*, apresentando variações no tipo e na quantidade de informação que cada plataforma dessa categoria divulga.

⁹⁰ Rosenblatt Securities. ***Internalization in Major Equity Markets***. Preparado para a B3. Fevereiro de 2021. p. 26.

em mercados regulados, o que implica que transações sejam imediatamente divulgadas aos participantes do mercado, embora sem a transparência pré-negociação.

Por outro lado, os "*unintentional crossings*" são operações em que as duas ordens da mesma corretora não são inseridas simultaneamente, mas são executadas uma contra a outra. Diversos mercados permitem "*unintentional crossings*" utilizando a prioridade preço-corretora-tempo (*broker preferencing*). Essas operações estão sujeitas às mesmas tabelas de taxas de negociação que as transações não internalizadas. Portanto, em razão do regime regulatório mais rigoroso do Canadá, os *dealers* que internalizam dessa maneira não obtêm maiores economias em taxas de negociação.

4. Comparativo internacional

A seguir é apresentada tabela comparativa contendo as principais informações relacionadas às jurisdições abordadas na AIR, bem como outras jurisdições não contempladas na análise, a saber, Japão e Índia.

	 EUROPA	 EUA	 AUSTRÁLIA	 CANADÁ	 JAPÃO	 ÍNDIA
Estrutura do mercado	41 trading exchanges + 18 CCPs + 22 CSDs 1 regulador por jurisdição	16 trading exchanges + 1 CCP + 1 CSD 1 regulador (SEC)	4 trading exchanges + 1 CCP + 1 CSD 1 regulador (ASIC)	10 trading exchanges + 1 CCP + 1 CSD 1 regulador/estado (CIRO)	4 trading exchanges + 2 CCPs + 1 CSD 1 regulador (FSA)	2 trading exchanges + 2 CCPs + 2 CSDs 1 regulador (SEBI)
Tamanho mercado (ADTV ações - 2023)	~\$ 25 bi ~31% off book	~\$ 267 bi ~45% off book	~\$ 3,8 bi ~28% off book (2024)	~\$ 11,9 bi ~7% off book	~\$ 25,5 bi ~10% off book (2021)	~\$ 7,8 bi Não há negócios off book
Best execution (rapidez; preço; tamanho; custo; probabilidade)	Total consideration	Melhor preço disponível ("no trade-through" rule)	Melhor preço ajustado pelo custo financeiro de transação	Esforços razoáveis para obter melhor execução	Esforços razoáveis para obter melhor execução	N/A (só há mercado de bolsa)
Transparência Pré	N/A (internalização)	N/A (internalização)	N/A (internalização)	N/A (ausência somente para grandes lotes e ordens com melhoria de preço)	PTS e ToSTNeT devem divulgar preço e volume pré-trade, dark pools não precisam	Completa
Transparência Pós	Completa - Dispersa (há waivers)	Completa - Centralizado por CTA (há waivers)	Completa	Completa	Completa	Completa
PFOF	Proibido em 2023	Permitido - Discussões recentes	Vedação a comissões negativas	Proibido	Não há	Não há
Qualidade de execução	Sem requerimento de divulgação de estatísticas	Trading venues devem reportar estatísticas sobre a qualidade de execução	Não há	Não há	Corretoras devem divulgar estatísticas de qualidade de execução em ambiente dark	N/A (só há mercado de bolsa)

Fonte: B3

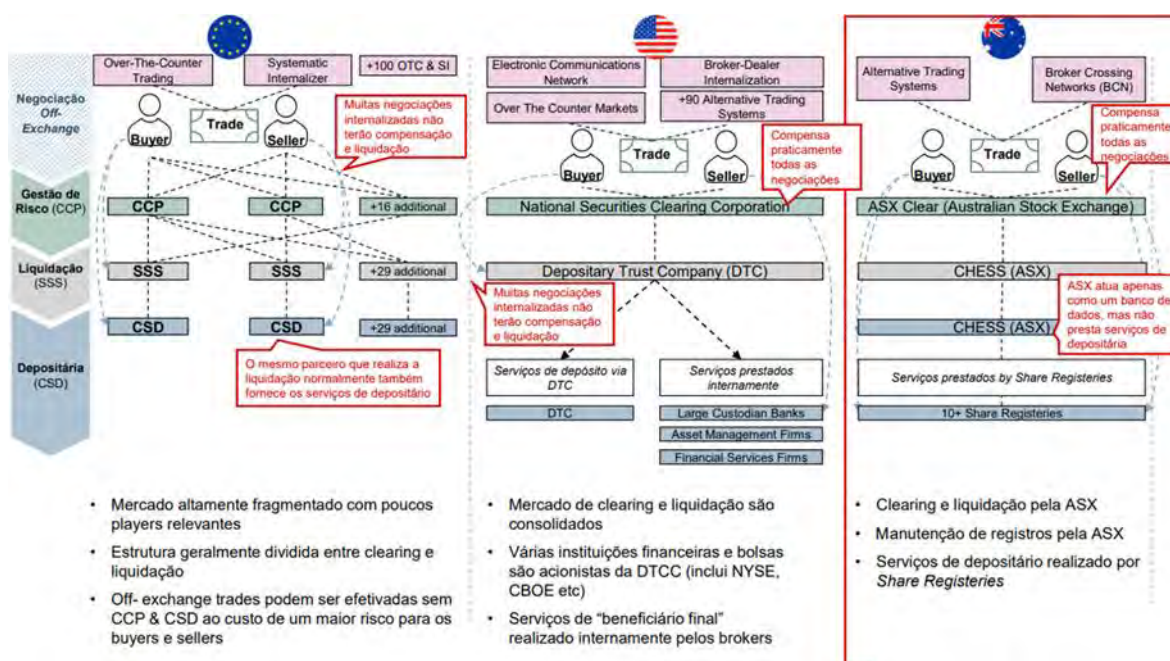
5. Fragmentação de mercados na negociação e pós-negociação

A fragmentação na estrutura de mercado em jurisdições como os Estados Unidos, Europa, Austrália e Canadá tem levado a um aumento expressivo da complexidade da estrutura e atuação dos participantes desses mercados. A existência de um grande número de *venues* onde os participantes precisam estar conectados para

garantir acesso aos diferentes *pools* de liquidez e assegurar a melhor execução de ordens é um fator determinante para essa complexidade. Esta realidade contrasta com a situação observada no Brasil, onde o ambiente de negociação de ações não fragmentado proporciona uma estrutura de mercado mais simplificada.

Como mencionado anteriormente, nas jurisdições apontadas como *benchmark* pela AIR, a internalização de ordens não surgiu como uma política deliberada, mas como ponto de partida das origens históricas dos mercados, originalmente segmentados. A intervenção regulatória nestes países, quando ocorreu, foi no sentido de controlar e mitigar os impactos da prática da internalização em vigor, e não para fomentá-la.

Conforme se observa na figura abaixo, nos Estados Unidos, a fragmentação é evidente em diversos níveis. No nível da negociação *off-exchange*, observa-se a internalização por meio do *wholesaling*, onde diferentes formadores de mercado interagem com diversos *retail brokers* e com as "*single dealer platforms*", formas de internalização que ocorrem dentro dos *broker-dealers*. Além disso, há mais de noventa ATSs atualmente funcionando no país. Essa multiplicidade de *venues* exige que os participantes mantenham conexões com diversas plataformas para garantir acesso à liquidez e a melhor execução de ordens, aumentando significativamente os custos, riscos operacionais e a complexidade do mercado.



Fonte: B3

No nível da gestão de risco, a *National Securities Clearing Corporation* (NSCC) compensa praticamente todas as negociações dos mercados de bolsa e balcão organizado, enquanto no nível da liquidação, a *Depository Trust Company* (DTC)

realiza os serviços de liquidação e depósito. Entretanto, os serviços de custódia são prestados internamente por grandes bancos custodiantes, gestoras e empresas de serviços financeiros. A consolidação do mercado de compensação e liquidação através da *Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), organização mutualizada cujos proprietários incluem instituições financeiras e bolsas como a NYSE e a CBOE, concentra estas operações, mas não elimina a complexidade gerada pela necessidade de integração com múltiplas plataformas de negociação.

Na Europa, a situação é igualmente complexa. O mercado é caracterizado pela existência de mais de 100 SIs e mercados OTC, além de *multilateral trading facilities*. A gestão de risco é realizada por mais de uma dezena de CCPs, no nível da liquidação há 29 SSSs e, no nível da depositária, 29 CSDs, sendo que negociações fora de bolsa na Europa podem ser efetivadas sem a utilização de CCPs e CSDs centralizadas, aumentando o risco para compradores e vendedores.

A Austrália apresenta um cenário um pouco diferente, mas ainda complexo. No nível da negociação fora de bolsa, existem diferentes ATS e plataformas de negociação OTC. A ASX Clear, parte da Australian Stock Exchange, compensa praticamente todas as negociações do mercado, enquanto a Chess, também parte da ASX, realiza sua liquidação. No entanto, a ASX atua apenas como um banco de dados e não presta serviços de depositária, função que é desempenhada por mais de 10 *share registries*. A manutenção de registros e a prestação de serviços de depositária por diferentes entidades adicionam mais uma camada de complexidade ao mercado australiano.

Cabe destacar que, nesse contexto, a AIR apresenta algumas lacunas no tópico em que trata dos *benchmarks*. Embora o estudo descreva adequadamente as estruturas de mercado de algumas jurisdições, há de se considerar a complexidade do desenho da estrutura de mercado em cada uma das jurisdições analisadas. A enorme quantidade de infraestruturas do mercado financeiro – bolsas, plataformas de negociação, outros arranjos de negociação, CCPs, SSSs e CSDs – não foi profundamente explorada na AIR, resultando em ausência de avaliação quanto ao impacto dessa complexidade na gestão de risco e na eficiência das liquidações.

A fragmentação da estrutura de mercado em jurisdições como os Estados Unidos, Europa e Austrália aumenta o risco sistêmico e torna a gestão de risco mais difícil para os participantes, potencialmente prejudicando a otimização das liquidações.

Portanto, é fundamental reconhecer que as estruturas de mercado e os arcabouços legais dessas jurisdições (a) são muito mais complexos do que os existentes no Brasil e (b) foram construídos ao longo de décadas, muitas vezes não de forma consciente,

mas sim pela derivação de tentativas de resolução de problemas que, hoje, não se verificam no cenário brasileiro. Essa complexidade trazida pela segregação do mercado pode levar a impactos negativos e não intencionais para os *players* de mercado, bem como introduzir riscos desnecessários para o mercado e a economia brasileira.

6. Tendências de mercado e liquidez

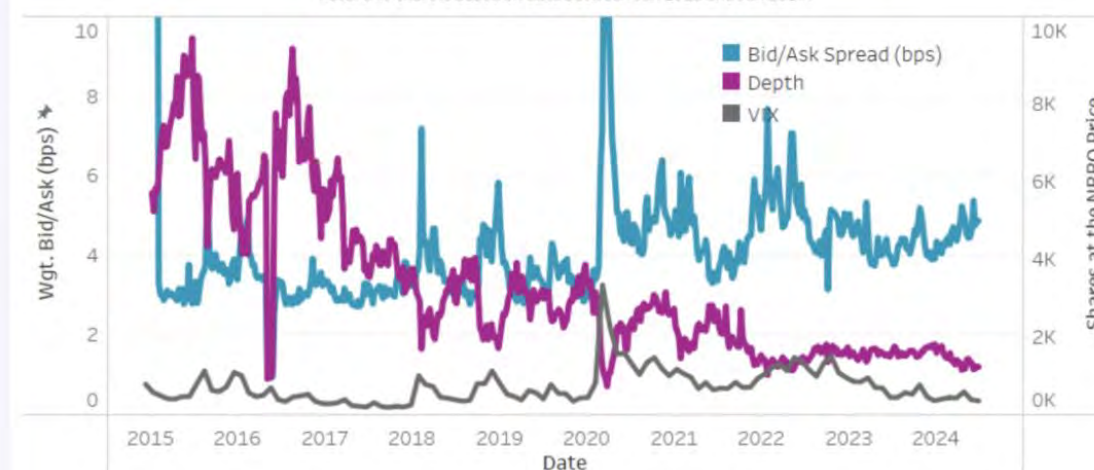
Conforme já mencionado, a fragmentação excessiva pode trazer enfraquecimento do mercado. Por exemplo, o mercado americano, mesmo sendo o maior em termos de volume e liquidez, tem sofrido nos últimos anos um aumento de spreads no topo do livro e uma redução na sua profundidade, movimentos que são normalmente associados à segregação das ordens por meio do crescimento amplo da internalização e à redução da diversidade de perfis de investidores do livro.

Interessante notar que a deterioração se dá mesmo em presença de cenário de queda na volatilidade dos papéis deste mercado, que naturalmente acarretaria movimento oposto na profundidade de ordens e comportamento dos spreads.

Chart 3: Spreads and depth are worse, even with no recent changes in tick size

Average Daily Bid/Ask Spread and Depth for SP500 Stocks

note: this chart is based on data between Jan 2015 and Jun 2024.



Fonte: Nasdaq Economic Research⁹¹

Estima-se que um percentual muito baixo das ordens do varejo é direcionado para o *lit market* nos Estados Unidos (vale mencionar que não existe transparência desta

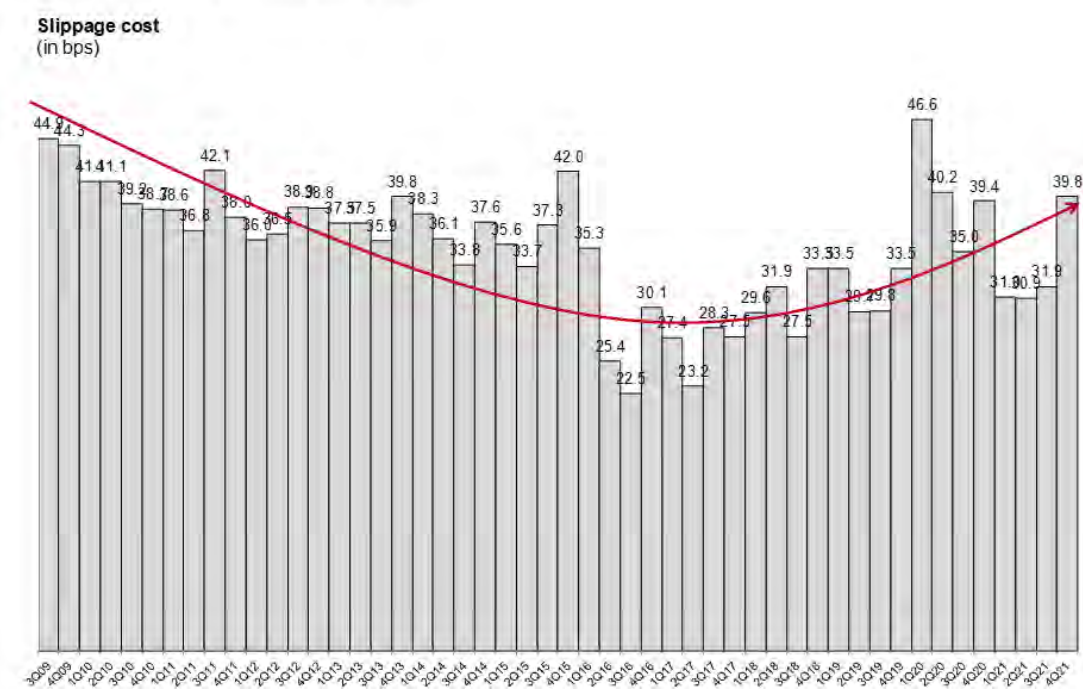
⁹¹ MACKINTOSH, Phil. **Tick Sizes Are a Trade-off**. 2024. Disponível em: <https://www.nasdaq.com/articles/tick-sizes-are-trade>. Último acesso em: 28 de setembro de 2024.

estatística, sabendo-se apenas que o volume de soluções de RLP em bolsa no país é inferior a 0,2% do volume de varejo)⁹².

Na mesma direção, a consultoria ER DESK realizou, em 2021, uma análise sobre o mercado americano e observou que houve um aumento significativo no *slippage cost* de 2017 a 2021.

Chart 5: Slippage cost in USA as measured by Virtu Financial Global Cost Review

Source: Virtu Financial Global Cost Review 4Q 2021



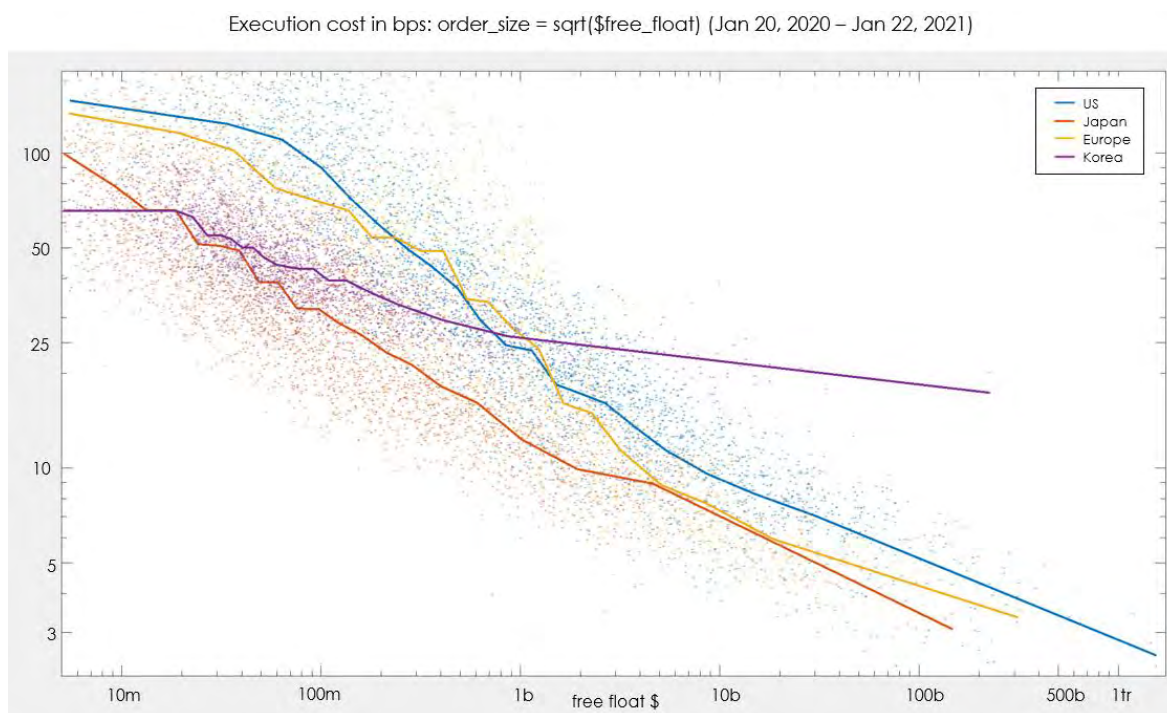
Fonte: ER DESK⁹³

O paper "Which country has the most liquid equities market?" da XTX publicado em 2021, apresenta análise comparativa sobre o custo de execução de single stocks nos Estados Unidos, considerando os mercados da NYSE, ARCA, EDGX, EDGA, BYX, BZX, NQX, BX, PSX; na Europa (considerando todas as *primary venues* além de CXE, BXE, Turquoise, Aquis); no Japão (TSE, SBIJ, CHI-X Japan); e na Coreia do Sul. A comparação é realizada utilizando uma ordem média, considerada "representativa" (ordens que não afetariam um alto número de níveis de preço e tampouco consumiriam apenas o topo do livro). Nestes casos, o resultado observado pelo gráfico abaixo é de que o custo de execução nos Estados Unidos é mais alto que

⁹² "Despite offering a price improvement to 99.4% and 100% of the programmes' volumes respectively, NYSE RLP and NASDAQ RPI have attracted only a small fraction of retail orders. For example, in 2021 less than 0.2% of consolidated volume was executed in exchange RLP programmes." (Relatório técnico Oxera (ANEXO III), p. 23)

⁹³ Relatório técnico ER DESK (ANEXO II), pág. 45

nos demais países analisados, em especial para ativos menos líquidos. A XTX atribui essa diferença exatamente aos níveis muito maiores de internalização no mercado americano.



Fonte: XTX - Which country has the most liquid equities market?⁹⁴

7. Tendências regulatórias com os novos desafios

As mudanças rápidas que vêm acontecendo nestas diferentes jurisdições têm desafiado os reguladores a testarem normas para encontrarem saídas aos desafios de complexidade, falta de transparência, incentivos perversos com os conflitos de interesse que surgem com a internalização e a deterioração dos mercados transparentes.

Por exemplo, na Europa observa-se o empenho do regulador em reformar a estrutura de mercado local. A implementação do MiFID II, em 2018, introduziu uma série de mudanças regulatórias com o intuito de aumentar a transparência e equidade nos mercados financeiros europeus. Conforme abordado anteriormente, essa regulação criou categorias de locais de negociação, como internalizadores sistemáticos (SIs) e plataformas de negociação multilateral (MTFs), além de estabelecer limites para negociações em mercados *dark*. No entanto,

⁹⁴ GERKO, Alexander. **Which country has the most liquid equities market?** Disponível em: www.linkedin.com/pulse/which-country-has-most-liquid-equities-market-alexander-gerko/. Último acesso em: 28 de setembro de 2024.

paradoxalmente, uma das consequências desta regulamentação foi o aumento, não previsto, das negociações fora de bolsa.

Reguladores nas diversas jurisdições vem tomando medidas para impor restrições à prática de internalização nos últimos anos, tentando equilibrar os benefícios auferidos por participantes individuais com o potencial prejuízo à formação de preços e à qualidade do mercado como um todo. Entre estas medidas estão:

i. Introdução de regras para maior proteção do varejo

No contexto norte-americano, a SEC vem se mostrando preocupada com a proteção ao investidor de varejo, tendo em vista o expressivo aumento do fluxo desses investidores nos últimos anos e a intensificação da atividade fora de bolsa, especialmente com relação ao tema de melhor qualidade de execução e melhoria do preço para este perfil de investidor.

Neste sentido, a SEC tem considerado a possibilidade de exigir a realização de leilões para a os fluxos de varejo⁹⁵, com o intuito de incentivar a competição entre formadores de mercado, com o objetivo de proporcionar mais eficiência na formação de preço⁹⁶. Esta medida visa a mitigar os potenciais efeitos adversos do PFOF, conforme mencionado na Parte A, item 13, v., acima e redistribuir a porção do spread que usualmente é incorporado pelos *wholesalers* para ser repassado, em maior escala, aos investidores finais, e visa aumentar a competição na execução de ordens de investidores individuais.

A regra exigirá que certas ordens de investidores fossem expostas à competição em leilões abertos antes de serem executadas internamente por qualquer centro de negociação que restrinja a competição, promovendo a competição e a transparência, proporcionando a oportunidade destas ordens receberem preços mais favoráveis do que no mercado internalizado, e beneficiaria investidores institucionais, permitindo-lhes negociar diretamente com ordens de investidores individuais que atualmente são inacessíveis

As discussões sobre essa nova regra ocorrem em paralelo à possível revisão geral da estrutura de mercado norte-americana com o objetivo de restabelecer o equilíbrio de atratividade entre mercados transparentes e não transparentes, de modo a reduzir os incentivos regulatórios que motivam a migração de fluxos para

⁹⁵ SEC. **Statement on Proposal to Enhance Order Competition**. Chair Gary Gensler. Dec. 14, 2022. Disponível em: <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-order-competition-20221214>. Último acesso em 10 de setembro de 2024

⁹⁶ Detalhes sobre essa proposta da SEC podem ser encontradas na Nota Técnica L DIAS ADVOGADOS (ANEXO VI), p.16-17.

ambientes sem transparência. Um exemplo dessa iniciativa é a recém aprovada regra de harmonização do *tick size* entre os dois tipos de ambientes⁹⁷, uma vez que, atualmente, nos mercados transparentes os investidores visualizam preços em incrementos de um centavo, enquanto os *wholesalers* podem executar ordens a preços inferiores a um centavo, sem enfrentar grande concorrência.

O fato de a eventual melhora exigida pela regulação não seguir o padrão do *tick size* do mercado *lit* faz com que, na maioria dos casos, ela seja marginal, com a maior parte do spread sendo capturado pelo intermediário ou provedor de liquidez. Historicamente, as ordens agressoras do varejo no mercado norte-americano são internalizadas pelos *wholesalers* com melhora de preço em incrementos *sub-penny* sobre o NBBO.

Isso é especialmente verdade nos ativos *tick constrained*, onde o "*tick size*" limita ajustes mais granulares no preço *lit* levando a spreads artificialmente mais altos do que os que são capturados na internalização de ordens.

Para mitigar esta situação, em setembro de 2024, a SEC aprovou uma nova regra que permitirá, a partir de novembro de 2025, a negociação de ativos em bolsa em incrementos menores que um centavo (*sub-penny*), visando a equalização das condições entre os mercados de bolsa e fora dela. Com isso, o preço de referência (NBBO) poderá ter incrementos menores do que um centavo no caso das ações que atualmente estão *tick constrained*, reduzindo assim a discrepância entre os incrementos de preço possíveis nos ambientes *lit* e *dark*.

Se, por um lado, isto reduz a atratividade dos ambientes *dark*, por outro, não endereça diretamente o problema já que persistiria a possibilidade de melhoras em incrementos distintos nos dois ambientes.

O incremento nas negociações fora de bolsa também tem suscitado preocupação entre os reguladores europeus, uma vez que a redução do fluxo nos mercados transparentes piora a formação de preços e vem prejudicando os investidores em geral. Em face disso, a União Europeia anunciou, em junho de 2023, novas reformas⁹⁸ para abordar tais questões. Essas reformas incluem a proibição do PFOF, a criação

⁹⁷ Reuters. **US SEC to allow exchanges to quote sub-penny prices in bid to boost competition**. Sep 18/2024. Disponível em: <https://www.reuters.com/markets/us/us-sec-allow-exchanges-quote-sub-penny-prices-bid-boost-competition-2024-09-18/>. Último acesso em: 10 de setembro de 2024

⁹⁸ The Trade. **European Council and Parliament reach milestone Mifid compromise on consolidated tape and PFOF**. Jun 30, 2024. Disponível em: <https://www.thetradenews.com/european-council-and-parliament-reach-milestone-mifid-compromise-on-consolidated-tape-and-pfof/>. Último acesso em: 25 de outubro de 2024.

de uma fita consolidada com as informações de preço de todos os *venues* com o objetivo de melhorar a referência de mercado e a introdução de novos limites para negociações em mercados opacos que passa a ser de 7% do volume para negociações em mercados *dark* em toda a União Europeia, uma redução de 1% em relação ao limite anterior de 8%.

ii. Proibição do PFOF na Europa: caso alemão

Em março de 2024, entrou em vigor a revisão ao MiFID com o objetivo de aumentar a transparência e a proteção dos investidores no mercado de capitais e financeiro europeu. Entre as medidas, o PFOF foi proibido, porém os Estados Membro puderam solicitar uma prorrogação de até três anos para implementar a proibição, o que aconteceu apenas no caso do mercado da Alemanha que continuará permitindo PFOF até, no máximo, julho de 2026.

Na Alemanha, a discussão de conflitos de interesse pela prática do PFOF é intensa, já que algumas corretoras de varejo oferecem aos seus clientes a opção de direcionar suas ordens para uma plataforma de negociação de sua escolha, mas acabam priorizando apenas 2 ou 3 opções — aquelas que oferecem melhores condições comerciais e de rebate.

Os reguladores na Holanda (AMF) e Espanha (CNMV) declaram que os preços das ações holandesas e espanholas negociadas em *venues* que utilizam a ferramenta de PFOF são piores do que aqueles executados nas principais bolsas e se posicionam fortemente contra a prática, conforme trecho do estudo da AFM destacado a seguir⁹⁹:

“A AFM acredita que o PFOF é um modelo de negociação indesejável, pois gera falta de transparência de custos para os investidores e viola o princípio de mercados abertos e competitivos. O PFOF é proibido nos Países Baixos. A AFM tem defendido uma proibição em toda a UE há algum tempo. Isso assegura uma igualdade de condições e impede que corretores estabelecidos em outro estado-membro da UE atendam investidores holandeses utilizando o PFOF.

A AFM compartilhou seu método de análise com outras autoridades de supervisão da UE. Isso pode contribuir para o desenvolvimento de uma

⁹⁹ AFM. **AFM examines quality of order execution on PFOF trading venues**. 09 de fevereiro de 2022. Disponível em: <https://www.afm.nl/en/nieuws/2022/februari/kwaliteit-orderuitvoering-pfof>. Último acesso em: 30 de setembro de 2024.

abordagem uniforme na UE, a fim de obter uma melhor compreensão da qualidade da execução de ordens nos locais de negociação¹⁰⁰.

Já o regulador espanhol trouxe um enfoque mais analítico, conforme demonstrado abaixo¹⁰¹:

"Isso demonstra que, para as negociações executadas em nome dos clientes do corretor PFOF através do PFOF TV em ações espanholas durante o primeiro semestre de 2021, a melhor execução raramente foi alcançada (apenas 3,3% das negociações) e, na maioria dos casos (86%), os preços obtidos pelos clientes foram piores do que a pior alternativa no grupo de locais de negociação comparáveis. A deterioração média do preço é estimada em €1,09 por €1.000 negociados"¹⁰².

¹⁰⁰ Do inglês: "The AFM believes PFOF is an undesirable trading model, as it gives rise to a lack of cost transparency towards investors and breaches the principle of open and competitive markets. PFOF is prohibited in the Netherlands. The AFM has been advocating an EU-wide ban for some time. It ensures a level playing field and prevents brokers established in another EU member state to service Dutch investors using PFOF. The AFM has shared the analysis method with other EU supervisory authorities. This can contribute to the development of a uniform EU approach to gain a better picture of the quality of order execution on trading venues."

¹⁰¹ CNMV. **Payment for order flow: an analysis of the quality of execution of a zero-commission broker on Spanish stocks**. Research and Statistics Department. Março de 2022. Disponível em: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/OTROS/Analisis_PFOFen.pdf. Último acesso em: 30 de setembro de 2024. p. 17.

¹⁰² Do inglês: "It shows that for the trades executed on behalf of the PFOF broker's clients through the PFOF TV on Spanish stocks during the first half of 2021, best execution was seldom achieved (only a 3.3% of the trades) and in most cases (86%) the prices obtained by clients were worse than the worst alternative in the group of comparable trading venues. The average price deterioration is estimated at €1.09 per €1,000 traded."

Parte C – Objetivos Regulatórios e Conclusões Gerais

Objetivos Regulatórios

A questão 6 do Edital de Tomada de Subsídios provoca os participantes a se manifestarem sobre os objetivos regulatórios a serem perseguidos pela CVM nesta discussão.

Na visão da B3, para cumprir sua missão “desenvolver, regular e fiscalizar o Mercado de Valores Mobiliários, como instrumento de captação de recursos para as empresas, protegendo o interesse dos investidores e assegurando ampla divulgação das informações sobre os emissores e seus valores mobiliários”, a CVM tem o papel de, acima de tudo, proteger os pilares fundamentais do mercado brasileiro, preservando, entre outros aspectos:

1. A qualidade de mercado com boa formação de preços, atração de público diverso e amplo acesso, garantindo um ambiente neutro e isonômico para os investidores.
2. A manutenção e desenvolvimento adicional de volume e liquidez do mercado brasileiro.
3. A transparência e as proteções aos investidores que atuam no mercado brasileiro.
4. As ferramentas regulatórias que tornaram o mercado brasileiro um *benchmark* internacional de segurança sistêmica, tais como a utilização do beneficiário final e as ferramentas de gestão de compensação e liquidação existentes.

Qualquer discussão sobre a implementação da internalização no Brasil passa por determinar com clareza o problema que se buscaria resolver e, principalmente, se os eventuais benefícios colhidos por determinados participantes de forma individual superariam os prejuízos para a qualidade do mercado como um todo, pesando os objetivos conflitantes de diferentes grupos de participantes à luz da necessidade de preservação dos pilares fundamentais listados acima.

Conclusões Gerais

A CVM conseguiu de forma bem-sucedida e profunda explicitar a complexidade e as nuances do tema da internalização de ordens no Relatório Parcial de AIR, trazendo informações sobre o que é, a quem beneficia, quais os principais riscos, como funciona em outras jurisdições no mundo e quais debates ocorrem atualmente sobre o tema nessas jurisdições.

No entanto, vale ressaltar que a AIR apresenta algumas lacunas em relação aos *benchmarks* analisados, suas especificidades e evolução, e traz certa simplificação no que diz respeito (i) a alguns impactos relevantes da internalização na qualidade de mercado e formação de preços, (ii) a efeitos de segunda e terceira ordem que derivam da deterioração de mercado, (iii) à descrição dos inúmeros potenciais conflitos de interesse que surgem da prática, e (iv) à complexidade adicional dos arranjos de um mercado com internalização fora de bolsa, que resultariam em custos maiores para todos os envolvidos.

Através da Tomada de Subsídios, a CVM convidou o mercado a realizar um exercício amplo para levantamento e entendimento das implicações da introdução de mecanismos de internalização no mercado de valores mobiliários brasileiro, mostrando seu compromisso em promover o debate transparente, amplo e equilibrado.

Este é um passo importante para garantir que todas as partes interessadas possam compartilhar suas perspectivas e ajudar a moldar um mercado de capitais mais eficiente e justo no Brasil. A B3 aceitou o convite e espera com esta manifestação contribuir com estudos, informações, dados, hipóteses e comparações pertinentes.

A B3 acredita que **a internalização de ordens pode trazer benefícios**, como o incentivo aos intermediários buscarem novos investidores e desenvolverem certos mercados e produtos, **desde que implementada de maneira controlada (com limites adequados) e dentro de um ambiente de bolsa, transparente, regulado, e que garanta o amplo acesso, o tratamento isonômico e a preservação da diversidade de perfis no livro central necessária para a manutenção da qualidade do mercado e do saudável processo de formação de preços**. Esse posicionamento é respaldado por dados e análises sobre a dinâmica do mercado brasileiro, bem como discussões e novas tentativas regulatórias sobre esse tema em outras jurisdições. **A chave da discussão é a relação entre custos e benefícios e a discussão sobre vantagens localizadas versus desvantagens socializadas.**

Alguns ativos e mercados podem se beneficiar da utilização da internalização com limites e de forma controlada para incentivar os intermediários a atraírem investidores e acelerar o desenvolvimento da liquidez. Além disso, a negociação em produtos menos líquidos, a execução de grandes lotes e de estratégias podem precisar de mecanismos de mitigação da transparência pré-negociação como forma de reduzir os impactos nos preços de mercado e o vazamento de informações.

A B3 considera que **a utilização e eventual aprimoramento dos mecanismos existentes em bolsa para a internalização, como as ofertas RLP, as ofertas diretas e as ferramentas para negociação de grandes lotes, endereçam com vantagens as situações de mercado que, de outra forma, poderiam encontrar defesa na negociação em ambientes internalizados.** Essas ferramentas têm limites, controles e infraestrutura necessários para preservar pilares que, na visão da B3, deveriam ser perseguidos de forma inegociável, incluindo (i) a garantia de um ambiente transparente, neutro e isonômico para os investidores, que minimize o surgimento de conflitos de interesse e abusos, (ii) a manutenção da higidez do mercado, (iii) a supervisão e *enforcement* das regras que visam proteger o investidor, (iv) a preservação de acesso amplo e isonômico ao mercado, (v) a preservação e incentivo para desenvolvimento adicional do volume e liquidez do mercado e da qualidade da formação de preços, (vi) a atração de um público diverso, e (vii) a exigência de centralização dos serviços de pós-negociação como forma de evitar o aumento do risco sistêmico e custos de capital.

No mercado brasileiro já existem ferramentas em mercado de bolsa que possibilitam a prática controlada de internalização de ordens que comportam esses objetivos, a exemplo das ofertas RLP e diretas e das soluções para negociação de grandes lotes. Estes mecanismos podem ser aprimorados para endereçar qualquer necessidade adicional de mercado que eventualmente não esteja sendo atendida, desde que preservados os princípios tidos como fundamentais. A B3 está constantemente trabalhando em conjunto com o mercado e com os reguladores para identificar e priorizar essas melhorias e desenvolver os mercados em que atua.

Recuperando alguns conceitos chave, a internalização fora de bolsa é o processo de segmentação do fluxo que retira do livro central ofertas de perfis menos informados, as quais passam a ser internalizadas pelo intermediário (seja por meio de sua conta proprietária, seja pelo seu fluxo de clientes), ou pelo terceiro com quem o intermediário negocia este fluxo, sob o argumento de (i) redução dos custos explícitos para os investidores, com eventuais economias de taxas de corretagem e

taxas associadas à negociação realizada em mercados de bolsa, (ii) melhoria de preços das ordens sobre o NBBO, normalmente exigida pela regulamentação, e (iii) desenvolvimento do mercado, incentivado pela fonte de receita adicional dos intermediários, que utilizariam parte destes recursos para investirem na prospecção de novos clientes, em conteúdo educacional e para oferecer plataformas de *trade* e serviços de informação a seus clientes internalizados.

No entanto, este fluxo segregado deixa de interagir com as ordens do restante do mercado e de contribuir para o processo de formação de preços, de forma que a internalização, quando realizada de forma ampla e em ambientes opacos, pode levar a consequências graves para a qualidade do mercado como um todo e impactar negativamente todos os investidores, inclusive o varejo internalizado.

O ponto crucial é a manutenção da presença de perfis diversos de investidores e a interação entre eles no livro central de ofertas, tendo em vista a sua habilidade de realizarem e interferirem nos negócios que serão executados, e, assim, contribuindo para o processo de formação de preços. Para tanto, é fundamental que haja o acesso universal e não discriminatório aos *venues* de negociação e às informações.

Com a segregação do fluxo, formadores de mercado e investidores institucionais se encontrariam com mais investidores de perfil semelhante e nível igual ou superior de informações ao seu no livro central, e esta seleção adversa levaria ao aumento dos spreads praticados, conforme evidenciado pelos estudos de sensibilidade de spreads à redução de diversidade e concentração de perfis no livro, incluídos nesta manifestação.

A falta de diversidade no livro pode impactar diretamente o processo de formação de preços pelo aumento da seleção adversa, resultando em volumes menores e spreads mais largos para o mercado, e um aumento do custo implícito das transações.

Por sua vez, a redução da liquidez e piora na formação de preços tende a reduzir a atratividade do mercado local ao tornar o ambiente de negociação menos eficiente e mais caro. Com isso, determinados grupos de investidores podem deixar de ter interesse em atuar no mercado brasileiro, o que tende a reduzir ainda mais os volumes do livro central.

Primeiramente, formadores de mercado e *algotraders* são impactados diretamente pela redução da diversidade do livro e a redução da sua interação com o fluxo de varejo, e potencialmente irão direcionar seus esforços de atuação para outros mercados que sejam mais diversos e líquidos.

Além disso, investidores institucionais locais e internacionais, conforme demonstrado anteriormente, determinam a atratividade de um mercado e dos instrumentos nele negociados com base em alguns critérios de alocação de recursos, entre eles (i) o tamanho do mercado, já que existe um custo de acesso, (ii) a liquidez dos ativos de forma individual, pois existe um custo de pesquisa e análise associado, e porque eles precisam garantir que conseguem entrar e sair da sua posição em determinado ativo com facilidade e a preço justo, e (iii) a quantidade de ativos individuais potencialmente elegíveis de acordo com as suas regras de alocação mínima.

A falta de diversidade causada pela segregação das ordens reduz o tamanho e a liquidez do mercado, podendo diminuir a quantidade de ações elegíveis para compor as carteiras dos grandes investidores institucionais e potencialmente encorajar estes investidores a buscarem mercados alternativos, o que prejudicaria ainda mais o volume negociado e a profundidade do mercado brasileiro, reduzindo sua relevância no contexto global. No limite, o mercado local pode deixar de ser uma alternativa para estes investidores, como o que já ocorre com outros mercados emergentes.

Ainda, se a formação de preço e liquidez não forem adequadas, pode haver desinteresse pelos emissores em serem listados no mercado local com a potencial migração desses IPOs, com impacto ainda mais grave para empresas menores que poderiam ter seu acesso ao mercado de capitais ainda mais restrito, o que culminaria em uma piora do seu custo de captação. Isso poderia significar um retrocesso aos avanços conquistados nas últimas décadas pelo mercado de capitais brasileiro e que tiveram efeitos muito positivos para a economia e a sociedade.

O impacto negativo e vicioso da redução de diversidade e da liquidez do mercado transparente, com a potencial alienação de certos tipos de investidores e migração do mercado para alternativas offshore é um dos maiores riscos da aprovação de uma internalização de ordens sem limite e fora do ambiente de bolsa no Brasil. É de extrema importância que se coloque na balança os potenciais ganhos para alguns participantes de forma individual (algumas vezes ganhos marginais e de curto prazo) frente às perdas potenciais permanentes para o ambiente como um todo.

Do ponto de vista da estrutura do mercado, a internalização aumenta a complexidade do mercado para investidores, intermediários e reguladores ao criar múltiplos *pools* de liquidez.

De um lado, os intermediários teriam, como contraponto à linha adicional de receita com a internalização, um aumento significativo dos investimentos em tecnologia e dados para garantir a observância às regras de melhor execução e a transparência das negociações, bem como dos custos de capital para fazer frente aos riscos operacionais e às novas necessidades que poderiam surgir no caso de afrouxamento das regras de pós-negociação, especialmente relacionados à piora dos cenários de chamada de margem e avaliação de seu risco como contraparte pela CCP. Esses fatores, entre outros, poderiam contribuir para uma concentração ainda maior do mercado de intermediários, pois, possivelmente, apenas corretoras com acesso a investidores de varejo conseguiriam capturar a receita adicional com os spreads da internalização (apesar de todas incorrerem com certos custos), e apenas as grandes e capitalizadas conseguiriam arcar com estes custos e investimentos. As corretoras menores podem ter dificuldades para competir neste cenário.

Em retorno, os investidores institucionais passariam a enfrentar questões relacionadas à redução da liquidez e ao aumento dos spreads que impactaria diretamente o custo implícito dos negócios e que poderia ser de 12,5 vezes o valor máximo da economia potencial que eventualmente teriam com custos de execução fora de bolsa. Esses investidores necessitariam buscar novos *pools* de liquidez com a segregação do mercado, o que resultaria em maiores custos de conexão e dados para buscar a execução mais eficiente de suas ordens, bem como teriam que passar a negociar com uma indústria de intermediários cada vez mais concentrada e com poder de mercado. Tudo isso à luz da redução da atratividade do mercado brasileiro considerando as discussões de alocação mínima, elegibilidade e liquidez que poderiam encorajar tais investidores a buscarem mercados alternativos.

Os investidores de varejo, beneficiados em um primeiro momento com a redução do custo explícito, poderiam enfrentar uma deterioração da sua condição em razão da piora do custo implícito que serve como base para a melhor execução de ordens e eventual exigência de melhora de preços. Além disso, também seriam negativamente afetados por um mercado de intermediários mais concentrado, diminuindo a sua possibilidade de encontrar plataformas mais adequadas ao seu perfil de negociação. Nos estudos realizados pela B3, o benefício colhido por estes investidores seria pequeno e muito inferior ao malefício gerado para o mercado como um todo.

Já as infraestruturas de mercado incorreriam em custos diversos de manutenção do sistema sem necessariamente obterem a contribuição dos investidores e intermediários que internalizam ordens, o denominado “efeito carona”, bem como veriam o risco individual dos seus participantes e dos ativos utilizados em garantia

se deteriorarem, a depender da solução encontrada para a pós negociação. A redução dos negócios realizados em ambientes *lit* no Brasil poderia reduzir o *addressable market* para novos entrantes que estariam menos inclinados a realizar os altos investimentos necessários para competir pelo mercado transparente, reduzindo o potencial competitivo no mercado de bolsas. Ainda há de se considerar que em um mercado fragmentado e com maiores spreads, as infraestruturas com papel de CCP perdem eficiência e requerem valores maiores de margem dos investidores, repassando, portanto, parte da perda de eficiência ao restante do mercado.

A aprovação de forma ampla da internalização tem potencial de aumentar a concentração no segmento de intermediários, tornando difícil a competição pelas corretoras pequenas e médias, e de reduzir o potencial competitivo no mercado de bolsas, já que a segregação do fluxo tende a reduzir o addressable market analisado por novos entrantes. A segregação do fluxo de ordens não é medida de estímulo à competição no mercado de bolsas, uma vez que um ambiente competitivo deve possuir regras, incentivos e comportamentos comparáveis e uniformes.

Por fim, haveria um ambiente mais complexo e repleto de incentivos a comportamentos indesejados, em razão dos conflitos de interesses que surgem com a internalização, tais como as práticas de (i) "*cream skinning*", com intermediários potencialmente preterindo ordens de clientes institucionais (que seriam enviadas para o livro central) em favor de internalizar as ordens do varejo menos informado, e eventualmente privilegiando fluxo próprio ou de clientes preferenciais, (ii) direcionamento de fluxos em troca de remuneração, e (iii) utilização das informações do fluxo internalizado a que tem acesso de forma privilegiada, em benefício próprio para maximizar os seus lucros, em inobservância dos seus deveres fiduciários e da exigência de melhor execução de ordens.

Esses conflitos de interesse aumentam a propensão a abusos, como nos casos do mercado *offshore* discutidos em detalhes nesta manifestação. Ainda, os custos regulatórios associados à supervisão e *enforcement* das regras seriam muito maiores, estimando-se que a CVM teria um custo de supervisão anual aproximado em US\$60 milhões em um cenário de internalização, absorvidos por ela ou repassados aos intermediários e investidores, para mitigar os riscos associados à internalização.

A internalização de ordens aumenta a complexidade do mercado e os custos de supervisão, enforcement e controle dos abusos do lado do regulador, e de observância das regras estabelecidas por parte do resto do mercado.

Apesar de alguns segmentos do mercado argumentarem neste sentido, a ideia de que o Brasil deveria aprovar a internalização de ordens dado que ela existe na maioria dos mercados desenvolvidos parece simplista e não leva em consideração o fato de que cada mercado possui um contexto e características muito particulares, bem como enfrentaram, ao longo do seu desenvolvimento, desafios que não são necessariamente aplicáveis ao caso brasileiro.

Inicialmente, os *benchmarks* analisados mercados significativamente maiores que o brasileiro, o que significa que, neles, a segregação de ordens e os seus impactos negativos na liquidez e no processo de formação de preços seriam muito mais brandos, quando comparados com os impactos que poderiam ser verificados no mercado brasileiro.

Além disso, a origem da internalização nos mercados americano, europeu e canadense, por exemplo, teve contextos históricos e regulatórios específicos que não existem no Brasil hoje, tendo ocorrido em ambientes e momentos em que as grandes discussões talvez fossem os processos de eletronificação, decimalização de preços e consolidação de intermediários. Em nenhuma dessas jurisdições a internalização fora de bolsa passou a existir em razão de aprimoramento regulatório.

Pelo contrário, a internalização vem sendo debatida intensamente pelos reguladores dessas jurisdições, tendo em vista o aumento exponencial da participação dos mercados opacos nas jurisdições em que não existem limites e a regulamentação é menos restritiva, em meio ao aumento de complexidade do mercado, dos custos de observância e controle, das situações de conflitos de interesse, e, principalmente, do impacto negativo no processo de formação de preço, que podem levar à piora dos spreads do *lit*, com prejuízo para o mercado como um todo.

No Brasil, por sua vez, o movimento de consolidação das bolsas de valores ocorrido nos anos 2000 se deu exatamente na tentativa de fortalecer o mercado *lit*, reduzindo a fragmentação para aumentar e concentrar a liquidez e modernizar a infraestrutura do mercado brasileiro trazendo, assim, maior eficiência e redução de custos, inclusive em resposta à migração de capital para o exterior. Este movimento foi tão bem-sucedido que o mercado brasileiro é reconhecido pelos investidores e reguladores do mundo pela sua transparência, higidez e segurança. O mercado de capitais brasileiro é *benchmark* global de estrutura de mercado e infraestrutura (na

identificação do beneficiário final, processos de gestão de riscos, consolidação de posições e eficiências de *netting* nos processos de chamada de margem, com redução de custo de capital e liquidez para o mercado, e regulação preventiva) e tem alguns dos contratos listados e ativos mais líquidos do mundo. É importante avaliar se há de fato um problema a ser resolvido, ou, se na verdade, estariam sendo criados novos e significativos problemas para o mercado brasileiro com a aprovação da internalização de ordens fora de bolsa.

Diferenças na estrutura, tamanho e origem do mercado de ações no Brasil em relação aos benchmarks analisados não podem ser ignoradas. A adoção da internalização de ordens fora de ambiente transparente e de forma ampla tem o potencial de trazer danos irreversíveis para o mercado brasileiro.

Em resumo, o mercado brasileiro conseguiu colocar-se em evidência globalmente ao longo das últimas décadas como um modelo de transparência, segurança, acesso, liquidez em tela, diversidade de participantes e robusto processo de formação de preços. Permitir a internalização ampla e fora de bolsa pode ter impactos perigosos e ser um caminho sem volta na deterioração da qualidade do mercado de capitais e financeiro brasileiro. Manter as ferramentas de internalização dentro de ambiente de bolsa e com controle de volumes e limites é uma forma de endereçar temas como desenvolvimento de mercados e realização de operações que necessitam de mecanismos de mitigação de transparência pré-negociação e ao mesmo tempo proteger os pilares que não podem ser sacrificados para atender a interesses específicos, sob o risco de aumentar o custo e reduzir a qualidade do mercado para todos.

A B3 entende que os custos e eventuais prejuízos para o mercado brasileiro resultantes de um processo de internalização de ordens que ocorra fora de bolsa e sem limites não compensam os eventuais benefícios auferidos por alguns grupos de forma individual.

A B3, amparada em sua missão de desenvolver o mercado brasileiro e ciente da sua relevância para esta discussão, traz estudos, dados, argumentos e evidências para contribuir com a construção da convicção da CVM sobre o tema, pautando-se sempre na defesa das regras e estruturas que beneficiam os investidores e a sociedade brasileira e aumentam a relevância e a confiança no mercado de capitais brasileiro.

A B3 agradece a oportunidade de contribuir com esta Tomada de Subsídios e se coloca à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO