

5399/19442  
São Paulo,  
18 de novembro de 2024

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos  
Comissão de Valores Mobiliários - CVM  
VIA E-MAIL [ASA@CVM.GOV.BR](mailto:ASA@CVM.GOV.BR)

Ref.: Edital de Tomada de Subsídios ASA/CVM nº 01/24 (Edital)

**BTG PACTUAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.** (“**BTG Pactual**”) e **LEVY & SALOMÃO ADVOGADOS**, vêm, respeitosamente, apresentar manifestação sobre o Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório sobre Internalização de Ordens (“AIR Parcial” ou “Relatório Parcial”)<sup>1</sup> no âmbito do Edital, conforme a seguir exposto.

A presente manifestação é composta por cinco partes: (1) introdução; (2) sumário executivo; (3) respostas objetivas às questões do Edital; (4) “síntese da proposta” e (5) conclusões parciais e desafios para a conclusão do trabalho.

---

<sup>1</sup> Constante do [link](#), acessado em 22 de junho de 2024.

## **1. INTRODUÇÃO<sup>2</sup>**

Inicialmente, o BTG Pactual parabeniza a CVM por esta iniciativa de conduzir a Análise de Impacto Regulatório por meio de tomada de subsídios, o que permite a todos os agentes de mercado contribuir com análises de questões fundamentais para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. Referida iniciativa, em conjunto com os demais temas que integram a agenda regulatória de fomento à inovação e evolução que está sendo discutida pela CVM, representam um importante avanço e diferencial no mercado de valores mobiliários brasileiro.

O BTG Pactual, por sua vez, entendendo a relevância do tema para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e considerando as importantes questões levantadas na AIR Parcial, envidou esforços para contribuir da melhor forma com a CVM na análise do tema da internalização de ordens no Brasil, buscando avaliar práticas internacionais e experiências prévias do mercado nacional em relação à evolução deste tema.

Neste sentido, o BTG Pactual alocou time de profissionais dedicados ao tema, participou ativamente dos grupos de discussão especializados no âmbito da ANCORD e da ANBIMA e manteve interlocução com investidores de modo a angariar diferentes perspectivas para abordagem do tema.

O BTG Pactual também solicitou o parecer jurídico do Dr. Gustavo Machado Gonzalez (Anexo I), ex-diretor da CVM e, em conjunto com a XP Inc., com o objetivo de trazer informações técnicas e perspectivas adicionais, contratou a consultoria Accenture Global Strategy (“Accenture”) (Anexo II) e solicitou o parecer técnico do Sr. Marcos Torres, ex-diretor de autorregulação e membro do Conselho de Autorregulação da BSM Supervisão de Mercados (Anexo III). O BTG Pactual e demais associados da ANCORD também mantiveram interações com a assessoria Oliver Wyman (“OW”), contratada pela ANCORD para apresentar estudo técnico quantitativo (“Relatório Quantitativo OW”) e qualitativo (“Relatório Qualitativo OW”, denominados em conjunto como “Relatório OW”) sobre a internalização de ordens enviado pela ANCORD à CVM.

Esse conjunto de iniciativas e análises, em cotejo com a robusta AIR Parcial, permitem a apresentação das informações e conclusões a seguir com confortável margem de segurança,

---

<sup>2</sup> Termos em maiúsculas na Introdução e Sumário Executivo são definidos no texto.

respaldando proposta que se apresenta, dentre as alternativas<sup>3</sup>, como a mais adequada para gerar **novas opções e potenciais benefícios para os investidores** e assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado<sup>4</sup>, em um contexto de evolução do mercado de capitais brasileiro, com criação de valor, novos produtos, fomento à liquidez, maior eficiência e competitividade.

Esta perspectiva de a instituição considerar, além dos potenciais impactos financeiros, os possíveis resultados das iniciativas e estratégias para a sociedade brasileira está alinhada com o padrão de análise de “dupla materialidade”<sup>5</sup>, que vem sendo adotado pelo BTG Pactual conforme exposto em seu relatório anual de 2023<sup>6</sup>. Sempre considerando o fomento ao desenvolvimento do mercado pautado em benefício ao investidor, melhores práticas informacionais e condução de atividades de uma forma ética e responsável para garantia da integridade do mercado.

Quanto aos benefícios da adoção da internalização no mercado brasileiro, foram observados importantes avanços que poderão advir dessa prática. No mercado internacional, ressalta-se que algum tipo de internalização já é adotado nos principais países analisados, sendo que, no estudo da OW, observa-se que dos 14 países analisados, apenas o Brasil e a Índia proíbem essa prática<sup>7</sup>.

Nesse sentido, a partir da experiência adquirida durante décadas de funcionamento da internalização de ordens nos principais mercados do mundo, percebe-se uma correlação positiva entre a permissão da internalização de ordens, o aumento de liquidez e a redução de “*bid and ask spread*”<sup>8</sup>, que são indicadores usualmente utilizados para mensurar o desenvolvimento e a qualidade dos mercados<sup>9</sup>.

Adicionalmente, a quantidade de investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro aumentou significativamente nos últimos anos, mas ainda está muito longe de seu potencial. O estímulo à formação de poupança e ao investimento em valores mobiliários depende da

---

<sup>3</sup> O AIR Parcial apresenta alternativas que podem ser adotadas para mitigar os problemas regulatórios ali retratados.

<sup>4</sup> O que está em linha com os princípios programáticos fundamentais da regulação exercida pela CVM, conforme artigo 4º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

<sup>5</sup> *O processo da dupla materialidade mapeia o que é materialmente financeiro para a organização e a materialidade de impacto para a sociedade, atendendo às diretrizes gerais da U.S. Securities and Exchange Commission (US SEC), do European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG), do International Sustainability Standards Board (ISSB) e do International Financial Standard Board (IFRS)* (p. 10 do Relatório Anual 2023). (Grifamos).

<sup>6</sup> Disponível em: <https://ri.btgpactual.com/principais-informacoes/relatorios-anuais/>.

<sup>7</sup> Relatório Quantitativo OW, p. 7.

<sup>8</sup> Anexo II, p. 3.

<sup>9</sup> Um *spread* menor significa menos custos de transação e, portanto, maior eficiência.

conscientização dos cidadãos brasileiros, o que, apesar de depender de inúmeros fatores culturais, passa necessariamente pelo tema da educação financeira e aumento de alternativas de investimentos.

Tais efeitos positivos são percebidos não apenas por investidores de varejo diretamente, mas também por investidores profissionais e por investidores de varejo que investem em valores mobiliários por meio de veículos de investimento, tais como fundos de investimento e entidades de previdência.

E a diversidade de modelos de internalização customizados aos legítimos interesses dos investidores e dos emissores pode ser supervisionada pelo regulador conforme seus efeitos, mensurando indicadores de qualidade de execução de ordens, a exemplo do que ocorre no mercado norte-americano nos termos das *Rules 605 e 606*, e que também se traduz em informação clara aos investidores. Dessa forma, equilibram-se liberdade de mercado e prudência em prol dos investidores, dos emissores e de todo o mercado.

Além de tais dados quantitativos, é possível afirmar com razoável margem de segurança que a internalização de ordens por diversos intermediários aumenta a diversidade de ambientes de negociação, o que gera: (a) opções para investidores com modelos de negociação customizados, para conferir a melhor execução de ordens; (b) alternativas para emissores de valores mobiliários, mais customizadas aos diferentes perfis de liquidez de valores mobiliários; (c) efeito catalisador de negócios no mercado entre diferentes agentes; (d) competição no setor de infraestrutura de negociação, que induz melhoria de qualidade na prestação de serviços e redução de custos de transação; e (e) potencial flexibilização do ciclo de liquidação de negócios.

A adoção desse modelo também deverá ser acompanhada de contrapartidas para manutenção da segurança do mercado de capitais brasileiros. Deste modo, a presente manifestação também buscará propor adoção de salvaguardas de controles internos e governança.

Em nosso entendimento, os diversos modelos de internalização de ordens existentes nos principais mercados desenvolvidos e emergentes são viáveis no mercado brasileiro, sendo necessárias pontuais alterações em determinadas normas para que a internalização de ordens seja passível de implementação no Brasil. Entendemos que o modelo sugerido nesta manifestação gera mais um incentivo para reforço das estruturas de governança e controles internos dos intermediários, o que favorece a manutenção da ética nos negócios, além de aproveitar toda a evolução da organização dos mercados e respectivos regimes jurídicos, em especial o regime jurídico da autorregulação.

Todos esses diversos efeitos, analisados em conjunto e que serão detalhados no curso da presente manifestação, permitem concluir que a internalização de ordens pode gerar benefícios para todo o mercado de valores mobiliários brasileiro.

## **2. SUMÁRIO EXECUTIVO**

Na resposta à pergunta B.1. relativa à existência de eventuais críticas ao “Problema Regulatório” delimitado na AIR Parcial, apresentaremos sugestões sobre os seguintes pontos, que ao nosso ver merecem reflexão e ajustes: (i) definição de internalização de ordens; (ii) a questão da seleção adversa; (iii) internalização do fluxo de ordens de investidores de varejo e profissionais; (iv) diversidade de tipos de investidores; (v) custos de transação; (vi) questões concorrenciais e consumeristas relacionadas ao tema; e (vii) problema regulatório de bens públicos.

Em resposta às perguntas B.1. “a” e “b”, sobre métricas de medição do impacto da internalização de ordens, apresentaremos referências às informações quantitativas apresentadas pelas consultorias Accenture e OW, que demonstram os efeitos benéficos da internalização de ordens para os investidores, para a liquidez global e para o mercado. Estudos que expõem, em especial, a correlação positiva entre internalização de ordens e redução do *spread*, o que consequentemente gera relevante redução de custo para investidores, considerando que o custo de *spread* representa aproximadamente 90% (noventa por cento) do custo total de transação<sup>10</sup>.

Na resposta à pergunta B.1. “c” sobre eventuais efeitos positivos da internalização de ordens para investidores de varejo, ressaltaremos cinco possíveis benefícios relevantes que podem ser proporcionados aos investidores de varejo, quais sejam: (i) ampliação da quantidade de ambientes de negociação disponíveis para realização das negociações; (ii) benefícios indiretos ao investidor através de investidor profissional; (iii) aumento da liquidez, redução de volatilidade e melhora na formação de preço; (iv) potencial redução dos custos através do estímulo à competição; e (v) flexibilização dos modelos de liquidação, através do *self-clearing*.

Em resposta à pergunta B.2. que trata da “Fundamentação Legal” da AIR Parcial, apresentaremos considerações sobre a fundamentação legal da internalização de ordens, ressaltando a desnecessidade de alterações em lei, propondo seu enquadramento como espécie

---

<sup>10</sup> Relatório Quantitativo OW, p. 4 e p. 52.

de mercado de balcão organizado, esclarecendo os poucos artigos de normas da CVM que mereceriam pequenos ajustes para permissão expressa dos diferentes modelos de internalização de ordens no Brasil, bem como sugerindo uma nova norma de natureza principiológica com poucos artigos que estabeleçam requisitos para internalização de ordens a serem submetidos pelo internalizador para aprovação da CVM, sempre em atenção aos custos regulatórios possivelmente relacionados.

Na resposta à pergunta B.2. “a” sobre eventuais óbices à internalização de ordens causados pelo regime jurídico que rege a pós-negociação (liquidação com ou sem contraparte central, custódia e depósito), também apresentaremos o entendimento de que não é necessário alterar o mercado na essência, bastando breves aperfeiçoamentos ao regime jurídico sobre depositária central.

Mencionaremos também a viabilidade de adoção do modelo de internalização semelhante ao do *self-clearing*, em que as transferências de titularidade de valores mobiliários decorrentes das operações internalizadas poderiam ser controladas pelo internalizador, na qualidade de custodiante<sup>11</sup>, sem a necessidade de registro das transferências na depositária central. Nesse caso, o internalizador, na qualidade de custodiante e intermediário dos investidores, poderia realizar a entrega contra pagamento (*delivery versus payment*) dos negócios de compra e venda executados no ambiente internalizado, conforme sugerido no item B.2.2. desta manifestação. Tais modelos poderiam ocorrer por meio de:

- a) comando da transferência de titularidade dos valores mobiliários da conta individualizada do vendedor para o comprador perante a depositária, conforme artigo 13, inciso III e seu § 1º, inciso I, da Resolução CVM nº 32 de 19 de maio de 2021 (“RCVM 32”); ou por meio de transferência entre contas individualizadas do vendedor para o comprador em livros de registro de custódia administrados pelo custodiante que, por sua vez, manteria, na qualidade de representante dos investidores, uma conta *omnibus* em seu nome perante a depositária central, simultaneamente à:
- b) transferência dos recursos financeiros que seria realizada pelo internalizador mediante débito na conta do comprador e crédito na conta de registro do vendedor (“*book-transfer*”) mantidas em seus próprios registros.

As modalidades de *self-clearing* permitiriam a flexibilização de ciclo de liquidação atualmente de D+2, sendo que a modalidade de conta *omnibus* acima referida teria a vantagem adicional

---

<sup>11</sup> Nos termos da Resolução CVM nº 32, de 19 de maio de 2021. E na qualidade de intermediário, conforme artigo 33, II da RCVM 35.

de permitir a liquidação em qualquer dia da semana, independentemente do horário de funcionamento das depositárias.

Em resposta à pergunta B.2.2 “b” sobre o arcabouço da regulação e autorregulação das ofertas diretas, ressaltaremos que as normas atuais, apesar de serem muito importantes para viabilizar a melhor execução de ordens que não seriam executadas no leilão contínuo do mercado de bolsa, não resolvem todas as necessidades dos investidores. Além disso, geram distorções que serão corrigidas com a permissão de internalização de ordens que são atualmente executadas por meio das ofertas diretas.

Na resposta à pergunta B.3. sobre participantes afetados, identificamos a necessidade de inclusão dos prestadores de serviço de recepção, divulgação e/ou consolidação de informações de negociação. Apresentamos duas alternativas de estrutura de mercado a esses prestadores de serviço, que eliminam eventual problema regulatório de bens públicos. Também foi identificada a necessidade de consideração ampla na análise da participação de mercado de intermediários envolvendo investidores de varejo e profissionais, o que proporciona uma compreensão mais completa dos dados.

Na resposta à questão B.4.4. “a”, realizamos comparativo internacional acerca de mecanismos de ressarcimento de perdas disponíveis para investidores. Foram incluídos não apenas esquemas ou fundos de ressarcimento em caso de insolvência de vários países (ex. Estados Unidos, União Europeia, Canadá e Hong Kong), mas também medidas de reparação administrativa via regulador/supervisor no Reino Unido e nos Estados Unidos, ressarcimento via autorregulação na esfera da FINRA, e ações em esfera judicial de iniciativa de investidores e entidades de defesa do consumidor no contexto da União Europeia e dos Estados Unidos.

Na resposta à pergunta B.4.5., recomendamos a avaliação da regulação sobre internalização de ordens existente no Reino Unido e em Hong Kong.

Em B.5.6., apresentamos nosso entendimento de que os objetivos finalísticos da internalização de ordens são previstos no artigo 4º da Lei nº 6.385/1976 e que a materialização de tais objetivos pode ser favorecida pela permissão e regulação da internalização de ordens no mercado brasileiro. Também sugerimos que os objetivos-meio devem ser pensados à luz dos potenciais benefícios da internalização de ordens, em especial o incentivo à competição no setor de infraestrutura de negociação, a redução dos custos de observância e de transação, o incentivo ao aumento de liquidez e à diminuição do *spread* e a flexibilização do prazo de liquidação. Por

fim, sugerimos que a regulação vise a balancear eventuais objetivos conflitantes por meio de salvaguardas de governança.

Em B.6., apresentamos alternativas possíveis ao enfrentamento de eventuais problemas regulatórios, bem como possíveis impactos dessas alternativas. Também sugerimos que os problemas regulatórios possam ser solucionados mediante a implementação de determinadas salvaguardas apresentadas na Síntese da Proposta. Posteriormente, tratamos dos impactos para cada um dos participantes afetados, que na nossa opinião seriam os seguintes: CVM, administradoras de mercados organizados, entidade autorreguladora, depositárias centrais, prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações, emissores de valores mobiliários, investidores e intermediários.

Na resposta à questão B.6. “a” e “b”, apresentamos sugestão de alteração baseada em ajustes pontuais a normativos infralegais para viabilizar a internalização de ordens nos moldes dessa manifestação. Em B.6. “c”, abordou-se a lógica de similaridade de custos incorridos pelos intermediários para exercício de suas funções de *gatekeepers* de mercado. Em B.6. “d”, destacou-se a possibilidade de mitigação de custos de regulação a partir do aproveitamento do regime jurídico de autorregulação. Em B.6. “e”, foram referidos os indicadores e as métricas expostas nos Relatórios da Accenture e da OW.

Na Síntese da Proposta, expusemos as características estruturais da forma ideal de internalização. Em nossa opinião, o público-alvo deve abranger tanto investidores de varejo, quanto qualificados e profissionais.

Já o modelo de negociação englobaria tanto a aproximação de partes como a provisão de liquidez pelo internalizador, com determinados limites em momento inicial, sem prejuízo de posteriores alterações, a fim de que a decisão sobre eventual limite ocorra de modo informado a partir da experiência acumulada após determinado período de funcionamento da internalização de ordens, tal como a lógica de regulação adotada no caso do RLP. Também sugerimos que eventual exclusão de determinado tipo de ativo passível de internalização seria desnecessária.

A seguir, apresentamos o entendimento de que a regulação poderia permitir as modalidades de *self-clearing* para flexibilizar o ciclo de liquidação, o que beneficiaria os investidores e reduziria custos de transação.

Quanto à forma da internalização, sugerimos a adoção de regra de *opt-in* a todos os investidores, conforme regras claras sobre funcionamento da internalização de ordens, requisitos de transparência, melhor execução e riscos envolvidos. Sugerimos também o estabelecimento de requisitos prudenciais e obrigatoriedade de adoção de estrutura de autorregulação e de mecanismo de ressarcimento de prejuízos. Por fim, apresentamos resumo dos argumentos que demonstram que o enquadramento da internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado confere estabilidade do regime especial de tributação de IR para investidores residentes ou domiciliados no exterior e fundos de investimento.

Na última seção, tratamos das conclusões parciais da AIR Parcial, além de responder às “perguntas-desafio” para conclusão do trabalho. Delineamos os mandatos legais e objetivos regulatórios que abrangem a temática da internalização, além de demonstrar que nossa proposta está aderente a tais mandatos e objetivos e aos princípios regulatórios recomendados pela IOSCO acerca da liquidez opaca. Também reiteramos as alternativas regulatórias mencionadas acima para a mitigação/solução de eventuais problemas regulatórios e respectivos impactos de tais alternativas, em especial os benefícios aos investidores. Por fim, apresentamos estratégia para análise de custo-benefício da internalização de ordens no contexto brasileiro.

### **3. RESPOSTAS OBJETIVAS ÀS QUESTÕES DO EDITAL**

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

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

**Resposta:** Entendemos que a pergunta se refere ao “Problema Regulatório” apresentado na seção **II.1.2** da AIR Parcial, a qual será respondida abaixo. Apresentaremos a resposta sobre a seção **II.2** “Fundamentação Legal” no item B.2 desta manifestação.

Quanto à seção **II.1.2**, “Problema Regulatório”, da AIR Parcial, entendemos que os seguintes pontos merecem reflexão e ajustes: (i) definição de internalização de ordens; (ii) a questão da seleção adversa; (iii) internalização do fluxo de ordens de investidores de varejo e profissionais; (iv) diversidade de tipos de investidores; (v) custos de transação; (vi) questões concorrenciais e consumeristas relacionadas ao tema; e (vii) problema regulatório de bens públicos.

(i) *A definição da internalização de ordens (seção II.1.2.1)*

A CVM, de forma muito acertada, reconhece a existência de diversos modelos de internalização, incluindo os modelos já adotados no Brasil, como o *Retail Liquidity Provider* (“RLP”) e oferta direta. Porém, o AIR Parcial<sup>12</sup> apresenta a seguinte definição de internalização de ordens: “*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. Ou seja, consiste numa situação na qual o intermediário busca executar negócios com contrapartes distintas, simultaneamente ou não, com ou sem tomada de risco de principal, objetivando para si alguma vantagem econômica, situação essa também distinta da mera atuação como agente intermediário e direcionador de ordens, num contexto de obtenção da melhor execução ao cliente.*”

Entendemos que essa definição não está completamente correta e merece ajustes.

Há modelos de internalização, tais como o RLP, o *wholesaler* nos EUA e o *Systematic Internaliser* na Europa, em que o intermediário atua na contraparte dos negócios de seus clientes para prover liquidez. Porém:

- (a) essa é apenas uma das modalidades possíveis de internalização e não a única, havendo também modalidades em que o intermediário administra ambiente para encontro entre ofertas de compra e venda de seus clientes, tal como ocorre nas ofertas diretas no mercado de bolsa brasileiro, nos *Alternative Trading Systems* nos EUA<sup>13</sup> e nos *Multilateral Trading Facilities* e *Organized Trading Facilities* na União Europeia;
- (b) a modalidade de internalização em que o intermediário provê liquidez para seus clientes, atuando na contraparte, não significa que o intermediário se interpõe em uma negociação que “poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços”, significa, sim, que a provisão de liquidez é a melhor execução possível para a ordem do cliente;

---

<sup>12</sup> AIR Parcial, 2024, pp. 6, 7 e 41.

<sup>13</sup> AIR Parcial, cit., pp. 7 e 42: “Conforme veremos, existem mecanismos de internalização de ordens que utilizam mercados de bolsa autorregulados e transparentes, enquanto outros atuam de forma opaca e em ambientes alternativos” (...) “Internalização de ordens não necessariamente é executada em ambientes de negociação alternativos “ATS” ou sistemas próprios dos intermediários), distintos de mercados organizados de bolsa autorregulados”.

- (c) a palavra “interposição” confere um impreciso viés negativo à internalização, como se a internalização não fosse útil, já que a ordem do cliente encontraria outra contraparte se não houvesse a tal “interposição”. Este pressuposto desconsidera que a função da provisão de liquidez é justamente garantir a melhor execução, de forma que, se não houvesse a provisão de liquidez pelo intermediário atuando na contraparte, a ordem poderia não ser executada ou, ainda, ser executada em condições piores de preço e velocidade;
- (d) considera-se que o internalizador de ordens deverá estar conectado aos outros centros de liquidez, para garantir a melhor execução; desta forma, a provisão de liquidez pelo intermediário também sofre os efeitos do processo de competição e formação de preços, na medida em que o negócio realizado entre cliente e o intermediário só ocorrerá se for a melhor alternativa, considerando as melhores ofertas de compra e venda (quantidade e preço) existentes nos demais centros de liquidez.

Dessa forma, sugerimos a seguinte definição de internalização de ordens: “a atividade do intermediário de administrar ambiente para encontro entre ordens de compra e venda emitidas por seus clientes, podendo o intermediário atuar ou não na contraparte para prover liquidez, garantindo-se sempre a melhor execução de ordens para os clientes”.

Esta é a definição de internalização de ordens adotada pela presente manifestação.

(ii) *A questão da seleção adversa (seção II.1.2.2)*

A exposição realizada no AIR Parcial sobre o problema regulatório denominado “seleção adversa” parte da literatura clássica, exemplificada com texto de George Akerlof, “*The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”.

Conforme o AIR Parcial: “[O] risco de negócio com uma contraparte mais bem informada consiste numa maior probabilidade de impacto adverso nos preços futuros. Um dos possíveis mecanismos de defesa contra essa situação é aplicar um ‘desconto’ nas ofertas de compra e venda para um ativo. Em outras palavras, há uma abertura de ‘spread’ em relação a uma situação em que há baixa probabilidade esperada de encontrar uma contraparte mais bem informada”<sup>14</sup>. Desta forma, considerando a maior probabilidade de os investidores profissionais serem mais bem informados em uma negociação, suas contrapartes poderiam se

---

<sup>14</sup> AIR Parcial, cit, p. 7.

proteger por meio da inclusão de um ágio na venda ou um desconto na compra, o que causaria a abertura do *spread*.

Nesta lógica, o *spread* entre ofertas de investidores profissionais seria maior do que o *spread* entre ofertas de investidores profissionais e de varejo e que, portanto, a internalização teria o efeito de aumentar os *spreads* ao drenar as ofertas de investidores de varejo.

As premissas e conclusões acima referidas não nos parecem corretas, pois:

- (a) os estudos da Accenture<sup>15</sup> e da OW<sup>16</sup> demonstram que nos países que permitiram a internalização de ordens não houve abertura de *spread*; ao contrário, houve notória redução do *bid ask spread*, fato inclusive acertadamente reconhecido no AIR Parcial ao mencionar que “*perfis de varejo costumam obter spreads menores em situações com internalização, e passam a obter spreads maiores em situações com restrições*”<sup>17</sup>;
- (b) a premissa de que a internalização seria apenas das ordens de clientes de varejo não nos parece correta, pois conforme será demonstrado a seguir, as ordens de investidores profissionais, atualmente executadas por meio de oferta direta, também poderiam ser internalizadas;
- (c) o referido texto de George Akerlof foca na questão da assimetria informacional que gera o “preço da desconfiança”: desconto em preço ofertado por comprador (por exemplo, o preço ofertado por um comprador de um automóvel usado que não conhece a qualidade do automóvel), ou ágio em preço ofertado pelo vendedor (por exemplo, o preço do seguro de saúde vendido por seguradora que desconfia das declarações do segurado quanto ao seu estado de saúde); portanto, ao contrário da premissa adotada na AIR Parcial, entendemos que tal incerteza geradora de desconto na compra ou ágio na venda seria maior no caso de investidores de varejo (menos informados) e menor no caso de investidores profissionais (mais informados); conforme tal teoria clássica, os investidores de varejo, por serem, em tese, menos informados, tenderiam a comprar com desconto e vender com ágio, aumentando o *spread*, ao contrário do que ocorreria entre investidores profissionais, que teriam maior simetria informacional entre si; e

---

<sup>15</sup> Anexo II, p. 3.

<sup>16</sup> Relatório Quantitativo OW, p. 4.

<sup>17</sup> AIR Parcial, cit, p. 8.

(d) conforme estudo da OW, a partir de análise de informações do mercado norte-americano, os investidores de varejo (que seriam menos informados) são mais propensos a emitirem ordem a mercado<sup>18</sup>, ou seja, preferem aceitar o preço de uma oferta revelada, o que não permite conclusão sobre a existência de ágio na venda e desconto na compra.

Ainda quanto à análise da literatura, a autarquia, no AIR Parcial, realizou uma ampla revisão para subsidiar o argumento da seleção adversa, incluindo artigos clássicos sobre a internalização de ordens. No entanto, as conclusões da maioria dos artigos analisados apontam benefícios da internalização de ordens para a estrutura de mercado, desde que observados determinados limites.

A literatura analisada pelo AIR Parcial indica que a internalização reduz os *spreads*, eleva as métricas de qualidade, mitiga o risco de seleção adversa e aumenta a liquidez dos ativos, desde que um determinado volume de negociação não seja atingido. De acordo com a Accenture, um maior volume de negociação em ambientes opacos estimula a liquidez, sobretudo de ações de empresas *mid-cap* e *small-cap*<sup>19</sup>. A internalização também ajuda a atenuar a volatilidade em cenários de estresse no mercado<sup>20</sup>.

Estudos encomendados pelo BTG Pactual e outras literaturas indicadas pela autarquia no AIR indicam uma correlação positiva entre a internalização de ordens e o aumento da liquidez dos ativos no mercado, desde que seja estabelecido um limiar de volume de negociação internalizada, como no RLP. Esses limiares variam na literatura devido às diferentes metodologias e ambientes de negociação analisados, mas há consenso sobre a existência dessa métrica.

Dessa forma, a eventual fragmentação de liquidez não constitui um problema regulatório por si só, conforme indicado no AIR Parcial. Por estas razões, sugerimos que o racional sobre o problema regulatório denominado de “seleção adversa” seja revisado.

Adicionalmente, sugerimos que a AIR adote como premissa que a internalização de ordens poderá incluir ordens de investidores de varejo e profissionais, ampliando os potenciais benefícios deste modelo para o mercado brasileiro.

---

<sup>18</sup> Relatório OW, p. 43.

<sup>19</sup> Anexo II, item 7.2, p. 140.

<sup>20</sup> Anexo II, item 7.2, p. 141.

Mais desenvolvimentos sobre esse tema encontram-se em resposta ao quesito B.7 abaixo, em virtude de sua especificidade.

(iii) *Internalização do fluxo de ordens de investidores de varejo e de profissionais (seção II.1.2.2)*

O mercado brasileiro já convive há muito tempo com a internalização de fluxo de ordens de investidores profissionais, em especial com grandes lotes e ordens de operações estruturadas, que são operacionalizadas por meio das ofertas diretas<sup>21</sup>. Como nestes casos a melhor execução não se daria no ambiente de bolsa, foi introduzido o mecanismo de ofertas diretas, como será discutido em mais detalhes na resposta ao item B.2.b.

As ofertas diretas, já bastante testadas e aprimoradas ao longo dos últimos anos, não são submetidas à interferência, nem interagem competitivamente com outras ofertas. Desta forma, as ofertas diretas são corretamente consideradas pela AIR Parcial como modelos similares à internalização de ordens<sup>22</sup>, apesar de serem passíveis de aprimoramentos que poderiam advir da adoção da internalização na regulação brasileira, como se verá adiante.

No regime atual, ainda é exigido o curso destas negociações no mercado de bolsa, apesar da inexistência de interação competitiva. Por outro lado, uma vez permitida a internalização, haverá incentivo para que tais operações sejam internalizadas, tornando-se desnecessário o curso do negócio no mercado de bolsa e permitindo a redução de custos.

(iv) *Existência de tipos diversos de investidores*

O AIR Parcial aborda principalmente a existência de dois perfis de investidores no mercado brasileiro: os investidores de varejo e os investidores profissionais. No entanto, é crucial reconhecer que esta distinção se trata de uma generalização, e que existem diversos outros perfis de investidores atuando no mercado de capitais brasileiro que não se encaixam em nenhuma destas duas generalizações. É o caso dos *high frequency traders* (“HFTs”), que utilizam estratégias de negociação automatizadas e de alta velocidade, bem como dos investidores estrangeiros, que possuem uma dinâmica particular de capitalização e fluxo de negociação, mas que trazem capital e diversificação ao mercado. Esses investidores desempenham um papel significativo na dinâmica do mercado e podem influenciar a liquidez e a volatilidade dos ativos. Portanto, ao analisar a possível autorização da internalização de ordens e seus possíveis efeitos,

---

<sup>21</sup> Conforme Regulamento de Negociação da B3 e Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3.

<sup>22</sup> AIR Parcial, cit., p. 11.

é essencial considerar todos os perfis de investidores existentes para garantir uma abordagem completa e equilibrada.

Nessa linha, traçando considerações sobre a atuação de HFTs no mercado de bolsa, é necessário relembrar que sua atuação se dá a partir de uma dinâmica própria e que não foi abordada na seção II.1.2 da AIR Parcial, embora seja elemento relevante para a análise do “problema regulatório”.

Os HFTs são importantes provedores de liquidez para o mercado e ajudam a reduzir o *bid and ask spread*, correndo o risco com suas respectivas carteiras proprietárias em operações de alta frequência no topo do livro do mercado de bolsa. A sua forma de atuação veloz cria um segmento específico de mercado no topo do livro, que não é acessado pelos investidores que não possuem a mesma velocidade de reação. Essa importante consideração, em nosso entendimento, é um contraponto ao argumento constante da p. 44 da AIR Parcial, abaixo transcrito:

*“(...) Sendo assim, nota-se que na ausência de regulamentação contrária, do ponto de vista de um intermediário “dealer”, é teoricamente interessante segmentar perfis de ordens e internalizar apenas aquelas do perfil “varejo”, onde há menor chance de seleção adversa. Isso porque em tal seara seria possível obter ganhos através de captura de spread devido à menor probabilidade de impactos adversos de preço, movimento esse que em tese também seria benéfico ao investidor de varejo. Na literatura especializada, esse comportamento é chamado de “cream skipping”. No entanto, há de se notar a possível **emergência de uma externalidade negativa**: o consequente esvaziamento de liquidez dos ambientes onde há prevalência do perfil “institucional”, ali resultando em métricas de liquidez deterioradas. **Ordens de varejo que competiriam para encontrar o melhor cruzamento em todos os ambientes possíveis acabam “isoladas” nos ambientes de internalização**, dependendo dos preços formados nos ambientes competitivos, estes agora quase que **exclusivamente frequentados pelo perfil “institucional”**.” (Grifamos)*

Os HFTs atualmente já interagem com as “ordens de varejo” que geram ofertas no topo do livro do mercado de bolsa, não sendo verificada externalidade negativa acima referida no contexto da internalização. Além disso, há que se considerar que parte das “ordens de varejo”, desde que “a mercado”, já são executadas por meio do RLP. Dessa forma, a internalização de ordens não acentua nenhum efeito já existente.

Cumpramos destacar que os HFTs possuem importante papel para fomento de liquidez. Contudo, o que se busca ressaltar é que os efeitos mencionados na p. 44 da AIR Parcial já são verificados sem que haja impacto adverso relevante no mercado brasileiro.

Vale lembrar que, conforme referido no estudo da Accenture<sup>23</sup>, a depender do contexto e dos raciais de negociação, grandes investidores profissionais podem preferir executar suas operações em ambientes alternativos de negociação que constituem uma das modalidades de internalização de ordens, como é o caso das ofertas diretas no mercado brasileiro.

Estas ordens de grandes investidores profissionais não interagem com o fluxo de ordens de varejo, por conta de suas naturezas distintas. É o que ocorre, por exemplo, no caso de operações com grandes lotes ou operações estruturadas que necessitam de certeza de execução em diferentes pontas compradoras ou vendedoras, ocasionalmente com mais de um valor mobiliário, em lógica bilateral de execução. Tais dinâmicas, inclusive, por vezes obstam a realização de determinadas operações por parte de investidores profissionais que possuem interesse em transacionar em modalidade distinta à dinâmica do leilão contínuo do mercado de bolsa. Em ambos os casos, as ordens de varejo não são contrapartes adequadas.

Cumpramos destacar, contudo, que a negociação de grandes lotes muitas vezes não é adotada devido à sua natureza restritiva. Essa forma de negociação impõe limitações significativas, como a necessidade de volumes mínimos elevados, o que pode excluir uma ampla gama de investidores e reduzir a flexibilidade nas operações. Como resultado, muitos participantes do mercado desistem da negociação e/ou buscam outras alternativas de acordo com suas necessidades e estratégias.

Isso significa que o “público-alvo” da internalização não se limita apenas aos investidores de varejo, pois a internalização também pode assegurar a melhor execução de ordens de investidores profissionais. Portanto, não seria totalmente correto afirmar que os mercados de bolsa são “quase que exclusivamente frequentados por investidores profissionais”. Nesse sentido, sugerimos que as premissas e conclusões do AIR Parcial relacionadas à generalização dos tipos de investidores em profissionais e de varejo sejam revisitadas, especialmente em relação ao tema da seleção adversa.

(v) *Custos de transação (seção II.1.2.4)*

---

<sup>23</sup> Anexo II, item 2.1.1, p. 14.

A redução de custos de transação constitui vantagem ao mercado de valores mobiliários, e não propriamente problema regulatório. Poderia haver problema se a redução de custos decorresse de requisitos regulatórios menos criteriosos, o que não é o caso<sup>24</sup>. A redução de custos de transação decorrerá do aumento da concorrência entre ambientes de negociação e da eliminação de custos atualmente existentes, tal como o custo do curso das ofertas diretas no mercado de bolsa.

Prova disso consiste no estudo rigoroso empreendido pela Accenture, que demonstra claramente que o ambiente de bolsa brasileiro tem custos proporcionalmente mais altos para o investidor em comparação com outros mercados, tendo custos de transação aproximadamente seis vezes superiores aos da Bolsa de Valores de Londres, por exemplo<sup>25</sup>.

(vi) *Questões concorrenciais e consumeristas relacionadas ao tema*

Sugerimos que seja notada também importante disfunção, que não aparece na seção II do AIR Parcial. O mercado brasileiro já convive há anos com modelos similares à internalização de ordens, tais como a busca de contrapartes seguida de execução por oferta direta. Nesses casos, no regime atual, se impõe ao final a obrigatoriedade do curso da operação no mercado de bolsa, o que causa custos não justificados, já que esta obrigatoriedade não tem qualquer utilidade.

Entendemos que esta questão concorrencial e consumerista, não tratada na seção II do AIR Parcial, deve também ser considerada na análise do tema.

De fato, a prática de obrigatoriedade de curso em bolsa não é a única alternativa apta a propiciar segurança às operações de investidores usuários de ofertas diretas, operações de provimento de liquidez e mesmo de aluguel de ações, conforme abordado em detalhes na Síntese da Proposta. Parece-nos existir, portanto, uma imposição demasiado rigorosa ao consumidor de serviços financeiros, desalinhada dos preceitos previstos no Código de Defesa do Consumidor.

Dessa forma, ao permitir a internalização de ordens, enquadrando-a como espécie de mercado de balcão organizado, conforme detalhado na Síntese da Proposta, a CVM poderá permitir a correção das referidas disfunções concorrencial e consumerista, além de reduzir custo de transação e complexidade operacional.

---

<sup>24</sup> Na Síntese da Proposta, foi incluído um conjunto de medidas regulatórias compatíveis com os riscos decorrentes da internalização, baseado nas melhores práticas internacionais.

<sup>25</sup> Anexo II, p. 43.

(vii) *Inexistência do problema regulatório “bens públicos” (seção II.1.2.3)*

O AIR Parcial também menciona o problema regulatório dos “bens públicos”, relacionado a agentes que obteriam benefícios econômicos da formação de preço no livro central de ofertas sem internalizarem plenamente os custos associados a sua construção, gerando uma falta de incentivo para sua produção e manutenção, o que eventualmente levaria ao consumo excessivo ou exaustão do ativo.

Em primeiro lugar, cumpre destacar que internalizadores de ordens também contribuiriam para a formação de preços no livro central de ofertas, ao (i) atuar como provedores de liquidez ao oferecer cotações firmes e competitivas e (ii) divulgar informações pós negociação. Dessa forma, internalizadores desempenhariam um papel essencial no funcionamento do mercado, promovendo a eficiência e a transparência na formação de preços, e não apenas se beneficiando do preço disposto no livro central enquanto “bem público”.

Além disso, esta manifestação sugere duas alternativas de estrutura de mercado que garantem que os internalizadores terão custos de transparência relacionados à prestação de informações de negociações que ocorram em seus ambientes, de modo que inexistiria problema regulatório de bens públicos.

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

**Resposta:** Existem dois perfis típicos de investidores: varejo e profissional. Enquanto o primeiro tem como principal prioridade o custo global da transação e a velocidade, que inclui preço do ativo e quaisquer taxas e comissões, o segundo prioriza a certeza de execução. Isso porque investidores profissionais comumente realizam operações que não são suscetíveis de execução no livro do ambiente de bolsa.

Ainda que essa distinção evidencie as preferências de cada classe de investidor, o investidor de varejo também pode atuar através de um investidor profissional, como por exemplo em relação à aquisição de cotas de fundo de investimento (investidor profissional nos termos do artigo 11, inciso V, da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021) por investidor pessoa física não qualificada como investidor profissional (ou seja, investidor de varejo).

Quanto à experiência do mercado brasileiro em termos de dados específicos sobre perfis de fluxo de negociação no mercado secundário é relativamente limitada. No entanto, o país conta com o mecanismo de RLP, que oferece algumas informações relevantes.

A adoção do RLP no mercado brasileiro, reconhecida pela AIR Parcial como um modelo similar à internalização de ordens<sup>26</sup>, proporcionou uma experiência significativa para a CVM, autorreguladores, intermediários e investidores, especialmente no que diz respeito à clareza da informação para os investidores. A regulação do RLP pela CVM demonstrou a capacidade do setor de intermediação de organizar e disponibilizar informações claras sobre as alternativas de execução de ordens, os riscos envolvidos e os resultados, além de aprimorar mecanismos de educação financeira e controles para mitigar a alavancagem excessiva e reduzir zeragens automáticas de posições.

Além disso, o RLP gerou oportunidades de negócios entre intermediários através do repasse de fluxo de ordens, mostrando-se um mecanismo eficaz para melhorar a execução de ordens e a educação financeira no mercado brasileiro, além de permitir o compartilhamento destes benefícios com intermediários que não estejam atuando diretamente como contraparte no fluxo de ordens sujeitas ao RLP.

No caso do RLP, mecanismo similar à internalização de ordens e que se presta a viabilizar negociações não suscetíveis de execução no livro da bolsa, o *spread* efetivado/realizado é inferior ao existente no livro de negociação da bolsa e nas negociações via HFT. Este tema foi extensamente discutido sob a perspectiva regulatória na resposta ao item B.2. “b”. Cumpre destacar que os dados trazidos pela Accenture e pela OW corroboram o aprimoramento dos indicadores de mercado neste mesmo sentido<sup>27</sup>.

Tais dados demonstram que desde que, observado determinado patamar percentual de limite de internalização, houve um acréscimo de liquidez, sem um piora em outras métricas de qualidade de mercado. Há ainda, os benefícios intangíveis associados à educação financeira e aumento do número de investidores que atuam nesse mercado<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> AIR Parcial, cit., p. 11.

<sup>27</sup> Vide p. 57 do Relatório Quantitativo OW para dados comparativos entre a mediana do *spread* praticado no RLP e em outras modalidades de operação.

<sup>28</sup> Vide p. 59 do Relatório Quantitativo OW e item 5.1 (em especial, pp. 106-107) do Anexo II.

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

**Resposta:** Sim, espera-se que as operações internalizadas sejam mais baratas aos investidores de varejo, no âmbito dos custos totais de transação. De acordo com análise realizada pela OW, estima-se que haverá redução de custos em razão da diminuição do *bid ask spread* que pode ocorrer com a permissão da internalização de ordens (Relatório Quantitativo OW, p. 67).

Adicionalmente, a possibilidade de ampliação do leque concorrencial também tenderá a estimular a competitividade nos preços e reduzir os custos percebidos pelos investidores.

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

**Resposta:** Sim. Há cinco possíveis benefícios relevantes que podem ser proporcionados aos investidores de varejo: (i) ampliação da quantidade de ambientes de negociação disponíveis para realização das negociações; (ii) benefícios indiretos ao investidor através de investidor profissional; (iii) aumento da liquidez, redução de volatilidade e melhora na formação de preço; (iv) potencial redução dos custos através do estímulo à competição; e (v) flexibilização dos modelos de liquidação, através do *self-clearing*, como veremos abaixo.

### **Mais ambientes de negociação disponíveis**

Em primeiro lugar, a internalização de ordens proporcionará um efetivo aumento da quantidade de ambientes de negociação disponíveis. A existência de mais ambientes de negociação disponíveis proporcionará, por sua vez, um aumento dos modelos de execução possíveis no mercado, bem como um aumento da oferta de produtos e serviços.

A este cenário de pluralidade de ambientes de negociação, será aplicada a obrigação de cada intermediário internalizador de garantir a melhor execução das negociações <sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Como desenvolvido de forma detalhada na Síntese da Proposta, propomos que cada investidor tenha que formalizar um *opt-in* perante o intermediário internalizador para que suas negociações possam ser realizadas em ambiente internalizado.

O conceito atual de *best execution* aplica-se às negociações de qualquer investidor, seja institucional ou de varejo, e inclui diversos fatores como determinantes para aferição da melhor execução. Nos termos do artigo 20 da RCV 35, esses critérios são: “preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza ou qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem”.

Desta forma, considerando a maior gama de ambientes de negociação disponíveis e a obrigação de *best execution*, o investidor tende a ser beneficiado em suas negociações, já que estas podem ser realizadas em condições de preço e velocidade melhores do que as condições que seriam praticadas caso não houvesse ambientes internalizados.

### **Benefícios Indiretos ao Investidor Através de Investidor Profissional**

Como comentado acima, o AIR trabalha com dois perfis típicos de investidores: o investidor de varejo<sup>30</sup> e o institucional. Enquanto o primeiro tem como principal prioridade o custo global da transação e a velocidade, que inclui preço do ativo e quaisquer taxas e comissões, o segundo prioriza a certeza de execução. Isso porque investidores profissionais comumente realizam operações que não são suscetíveis de execução no livro do ambiente de bolsa.

Embora essa distinção evidencie as preferências de cada classe de investidor, o investidor de varejo pode atuar através de um investidor profissional. Um exemplo seria a aquisição de cotas de fundo de investimento (considerado investidor profissional, nos termos do artigo 11, inciso V, da Resolução CVM nº 30/2021) por investidor pessoa física não qualificada como investidor profissional (ou seja, investidor de varejo).

Consequentemente, quaisquer benefícios auferidos pelos investidores profissionais em razão da internalização, como a redução de custos na transação, ou a possível redução nos custos e flexibilização de prazo de liquidação, também serão repassados aos investidores de varejo.

Nesta linha, um outro potencial benefício para os investidores se dará a partir da redução de custos de fundos cujos ativos subjacentes sejam negociados em ambiente de bolsa, como é o caso dos *exchange traded funds* (ETFs), que têm ganhado cada vez mais destaque no mercado brasileiro. Também neste caso, benefícios como a redução de custos relacionada à internalização (como em razão da não obrigatoriedade de curso de operações em bolsa) poderá se refletir em benefício para os cotistas que realizam alocações a partir desse veículo.

---

<sup>30</sup> Para fins desta manifestação, investidor de varejo é definido como o investidor não caracterizados como “investidor profissional” ou “investidor qualificado” nos termos da Resolução CVM nº 30/2021.

## **Aprimoramento das métricas de mercado**

Outros benefícios relevantes que a internalização deve proporcionar aos investidores estão relacionados ao aprimoramento de determinadas características e métricas, sendo os principais (i) o aumento da liquidez do mercado, (ii) a redução de volatilidade do mercado, especialmente em cenários de crise e (iii) o aumento da qualidade da formação de preço.

Conforme as conclusões obtidas nos estudos quantitativos realizados pela Accenture<sup>31</sup> e conforme literatura proposta no AIR, há uma tendência a aumento de índices de liquidez em mercados em que o modelo de internalização coexiste com a negociação em ambientes abertos. O estudo considera nesta análise as métricas de liquidez de (i) *bid and ask spread* e (ii) índice de liquidez. Na mesma linha, apurou-se no mercado brasileiro que a utilização de mecanismo similar à internalização, o RLP, implica aumento de índice de liquidez geral<sup>32</sup>.

O estudo da Accenture apurou também que a existência de internalização reduz a volatilidade do mercado, tendo um efeito de melhorar a absorção da volatilidade, especialmente em cenários de crise<sup>33</sup>.

Por fim, foi identificado pela Accenture que a internalização produz um efeito positivo sobre a formação de preço no mercado, ao atrair investidores informados para os mercados abertos<sup>34</sup>.

Todos estes pontos significam uma melhoria da qualidade do mercado como um todo, de forma que se revertem em benefício aos investidores.

## **Redução do Custo Global de Execução para Investidor**

A internalização pode reduzir significativamente os custos globais para o investidor, ao diminuir os custos de execução e emolumentos obrigatoriamente incorridos quando do curso da transação em ambiente de bolsa. Além disso, a maior competitividade entre diferentes ambientes de negociação tende a levar a uma redução efetiva dos preços, beneficiando os investidores.

---

<sup>31</sup> Anexo II, item 5.1 (pp. 104-109) e item 1.2.1 (p.3).

<sup>32</sup> Anexo II, item 1.3.2 (p.6), item 2.1.2 (pp. 15-17) e item 5.1 (pp. 106-107).

<sup>33</sup> Anexo II, item 5.2 (pp. 110-114).

<sup>34</sup> Anexo II, itens 5.2 (pp. 110-114) e 5.3 (pp. 114-116).

A eletronificação e a eficiência dos processos também desempenham um papel crucial, pois a automação e o incremento no uso de tecnologia permitem transações mais rápidas e precisas, reduzindo ainda mais os custos operacionais.

Conforme ressaltado no estudo da OW, a internalização de ordens gera diminuição do custo de *spread*, responsável por aproximadamente 90% (noventa por cento) do custo global de execução para investidores<sup>35</sup>.

Nesse sentido, tomando-se como referência os *benchmarks* internacionais analisados pela OW e pela Accenture, espera-se que a internalização gere relevante redução de custo para investidores.

### **Flexibilização do Modelo de Liquidação – Modelo *Self-Clearing***

Finalmente, como demonstraremos na resposta ao quesito B.2.a abaixo, poderá haver economia substancial de custo e de tempo de liquidação, inclusive mediante modelos de liquidação mais flexíveis e que possam ser compatíveis com diferentes necessidades de investidores, caso se adotem modelos similares ao *self-clearing*.

Tais modelos poderiam ocorrer por meio de:

- a) transferência de valores mobiliários comandada pelo internalizador na qualidade de custodiante dos investidores perante a depositária, conforme art. 13 e seu § 1º da RCVIM 32, entre as contas de custódia individualizadas em nome do vendedor e do comprador **ou** conta *omnibus* do internalizador na qualidade de custodiante e representante de clientes<sup>36</sup> perante a depositária (conforme será destacado em detalhes no item B.2. “a”);  
e
- b) liquidação financeira por meio de transferências de recursos financeiros registradas pelo internalizador a débito nas contas de registro do comprador e a crédito na conta de registro do vendedor (“*book-transfer*”), sem trânsito na grade horária do Sistema de Transferências de Reservas (“STR”).

---

<sup>35</sup> Relatório Quantitativo OW, p. 4 e p. 52.

<sup>36</sup> Artigo 24, inciso II da Lei nº 12.810/2013.

Além disso, em mercados internalizados, os internalizadores terão maior liberdade para adotar novas tecnologias dentro de suas estruturas para otimizar seus modelos de negócios, o que proporcionará um aumento da inovação.

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

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

**Resposta:** O presente item buscará responder às questões relacionadas à Fundamentação Legal, em complemento aos pontos regulatórios anteriormente abordados.

### **Fundamento jurídico da internalização**

#### **A. Enquadramento em relação à Resolução CVM nº 135/2022 (“RCVM 135”)**

O fundamento jurídico da internalização que propomos, baseia-se artigo 2º, inciso VII da Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022 (RCVM 135), que define os mercados organizados de valores mobiliários como *ambiente físico ou sistema eletrônico destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de participantes, que atuam por conta própria ou de terceiros*. (sem destaque no original)

Dentre esses mercados organizados, sugerimos que a internalização de ordens seja enquadrada como mercado de balcão organizado, o que entendemos adequado em razão das possibilidades de negociação atualmente já permitidas pela CVM no mercado de balcão organizado conforme artigo 142 da RCVM 135:

*Art. 142. O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas:*

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

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

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

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

As plataformas de internalização de ordem podem atuar de forma similar a qualquer um dos modelos descritos nos incisos I a IV do artigo 142 acima, visto que:

- a) em relação aos incisos I e II, o internalizador poderia administrar sistema de negociação centralizado e multilateral ou com a participação de formadores de mercado, admitindo a participação simultânea de ordens de vários investidores com interação competitiva entre ofertas nos lados da compra e da venda, tal como ocorre nos modelos de ATS nos EUA e o MTF e OTF na Europa;
- b) em relação ao inciso III, podem funcionar (b.1) como sistema centralizado e bilateral de negociação (que possibilita o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários oriundas das ordens de seus clientes – investidores); e/ou (b.2) mediante o ajuste na norma a seguir comentado, como contraparte dos negócios na qualidade de provedor de liquidez, o que também seguiria a lógica bilateral de negociação, pois os investidores conhecem o risco do internalizador de ordens (provedor de liquidez) e este conhece o risco de seus clientes, tal como ocorre nos modelos de internalização do *Systematic Internaliser* na Europa e dos *wholesalers* nos EUA; e
- c) em relação ao inciso IV, as operações poderiam ser negociadas em ambiente sem transparência de ofertas e seriam registradas no sistema administrado pelo internalizador<sup>37</sup>.

---

<sup>37</sup> Sobre o registro do inciso IV, de se notar importante vantagem desse enquadramento do internalizador como mercado de balcão organizado: a eficiência de mercado. Isso porque há obrigação de registro que é de imposição legal: a de derivativos que sejam valores mobiliários, para que tenham eficácia, a qual deve se fazer *em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários*, nos termos do § 4º do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976. Ocorre que dada sua natureza de mercado de balcão organizado, o próprio registro de operação de derivativo no internalizador bastaria para cumprir a exigência da Lei nº 6.385/1976 acima indicada. Isso porque o mercado de balcão autorizado também é habilitado a efetuar tal registro, segundo o artigo 143 da RCVM 135: Art. 143. *A autorização para o mercado de balcão organizado operar por meio do registro de operações previamente realizadas, na forma*

Desta forma, na linha do inciso III, caberia também permitir que o internalizador de ordens e administrador do mercado atuasse como provedor de liquidez, tal como nos modelos de internalização do *Systematic Internaliser* na Europa, os *wholesalers* nos EUA e o próprio RLP no Brasil.

Esse pequeno ajuste para permitir a internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado nos parece estar em linha com as iniciativas da CVM de avaliar “arranjos alternativos menos onerosos no tocante ao papel de infraestruturas de mercado” e proporcionar a “redução de custo de observância regulatória”<sup>38</sup>. Também é coerente com a mais recente confirmação da permissão de que um intermediário possa deter participação societária que confira poder de controle sobre administradora de mercado de balcão organizado, conforme expresso no Relatório da Consulta Pública SDM nº 6/23<sup>39</sup>, que resultou na emissão da Resolução CVM nº 220, de 11 de novembro de 2024 (“RCVM 220”).

Nesse sentido, entendemos que, apesar de poder parecer contraintuitivo diante do aparente conflito entre intermediário, administrador de sistema de negociação e parte, tal hipótese de cumulação das atividades de administração de mercado, intermediário e parte já é permitida na disciplina do mercado de balcão organizado, em razão dos modelos de negociação previstos

- a) no inciso II do artigo 142 acima referido, em que há a figura do formador de mercado, que é parte nas operações e que, conforme Resolução CVM nº 133, de 10 de junho de 2022 (“RCVM 33”), poderia ser o próprio administrador do mercado de balcão organizado, ou um intermediário participante desde que cumprissem os requisitos normativos; e

---

*do inciso IV do caput do art. 142, ou para prestar outros serviços de registro de valores mobiliários equivale, observados os limites estabelecidos na autorização, à permissão para a prestação do serviço de registro de valores mobiliários de que tratam o § 4º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, e o art. 28 da Lei nº 12.810, de 2013.*

<sup>38</sup> Conforme consta no Edital de Consulta Pública SDM 1/2024: “**A CVM também avalia a possibilidade de propor um segundo ambiente regulatório de caráter experimental, com foco em possíveis dispensas aplicáveis a ambientes de mercado organizado com menor volume de negociação e em arranjos alternativos menos onerosos no tocante ao papel de infraestruturas de mercado necessárias nesses casos.** Entretanto, ainda que as duas iniciativas tenham origem em um objetivo comum de ampliação dos meios de acesso ao mercado de capitais, elas não devem ser confundidas. Sugestões voltadas a facilitar o surgimento de novos ambientes e formas de negociação em mercado secundário dos valores mobiliários de companhias de menor porte não estão no escopo da presente Consulta Pública.

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

<sup>39</sup> Vide p. 35 do Relatório da Consulta Pública SDM 6/23: “*Cabe frisar que tal restrição [a participante controlar entidade administradora de mercado] só se aplica a mercados de bolsa. Entidades administradoras de mercados de balcão organizado nunca estiveram sujeitas a tais limitações, dada a redação do art. 152 da Resolução CVM 135, e tampouco passam a estar com as mudanças ora introduzidas*”. (grifamos)

- b) no inciso IV do artigo 142 acima referido, que prevê a possibilidade de registro de operações previamente realizadas, e que, portanto, poderiam ser realizadas em ambiente administrado pelo próprio formador de mercado e/ou intermediário.

Para evitar complexidade de dupla autorização como administrador de mercado de balcão organizado e formador de mercado, considerando que o modelo de internalização de ordens já é internacionalmente conhecido, sugerimos que a nova norma eventualmente publicada pela CVM sobre internalização de ordens customize essa espécie de mercado de balcão organizado para prever expressamente a possibilidade de o internalizador de ordens poder prover liquidez para seus clientes no mercado por ele administrado, desde que atendidos os requisitos referidos nesta manifestação, em especial no item 7.1. “b”.

Esse conjunto normativo e factual significa que a internalização de ordens ocorrerá em sistema organizado que se encaixa nos modelos alternativos de negociação já previstos para mercado de balcão organizado.

O enquadramento da internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado permitiria o aproveitamento de todo o regime jurídico de autorregulação do mercado de balcão organizado construído e evoluído há décadas, nos termos do artigo 17, parágrafo 1º da Lei nº 6.385/1976, passando pelo fortalecimento conferido pela revogada Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, e atualmente regulada nos termos da RCVM 135. Lembrando que referido regime jurídico permitiria aos futuros internalizadores de ordens explorar as estruturas mais eficientes, inclusive por meio da associação de diversos internalizadores em única entidade autorreguladora, gerando economia de custos e sinergias, bem como facilitando o trabalho de fiscalização e supervisão pela CVM.

## **B. Necessidade de Contraparte Central**

Este tema será abordado detalhadamente no item B.2. 2. “a” abaixo.

## **C. Vedação à Negociação em Multiplicidade de Ambientes**

A partir do enquadramento da internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado, interpreta-se que o artigo 94, inciso I da RCVM 135 não se opõe à internalização. Isso porque referido dispositivo veda a *negociação fora de mercado organizado de valores mobiliários admitidos à negociação*. Mas, sendo a internalização modalidade de mercado organizado, não sofre incidência da proibição.

Ao analisar o arcabouço regulatório, vê-se que a internalização de ordens poderia ser autorizada no mercado brasileiro com alterações regulatórias pontuais. Nesta linha, os dispositivos da RCVN 135 que merecem ajustes estão elencados no item 7.1 “b” à presente manifestação.

#### **D. Consequente Caracterização do Cliente como Participante**

Na linha de o mercado internalizado ser considerado como mercado de balcão organizado, entendemos que há duas alternativas para definição dos “participantes” do mercado.

A primeira seria considerar os clientes do internalizador de ordens como os “participantes” do mercado. Isso exigiria ajuste da definição contida no artigo 2º, inciso IX<sup>40</sup> da RCVN 135, a qual pode ser ampliada para incluir investidores que concordarem com o roteamento de suas ordens para execução no sistema eletrônico administrado pelo internalizador de ordens. Neste caso, a estrutura de autorregulação teria competência em relação a clientes do internalizador que descumprirem normas relativas às negociações no ambiente de internalização de ordens.

A segunda alternativa, que nos parece mais eficiente e adequada, é considerar que os participantes seriam (i) o próprio internalizador, na qualidade de intermediário e representante de seus clientes de varejo ou na qualidade de parte, caso adote modelo de provisão de liquidez, bem como (ii) os seus clientes profissionais, que podem operar nesta espécie de balcão organizado diretamente, sem a necessidade de intermediário, conforme permitido pelo artigo 4º, inciso III e parágrafo único da RCVN 135.

Vale ressaltar que o fato de o intermediário ser o participante e o próprio administrador do sistema de internalização, espécie de mercado de balcão organizado, não constitui um problema regulatório.

Isso porque a limitação de titularidade de capital votante de entidade administradora de mercado de balcão organizado por intermediário participante e seu controlador<sup>41</sup> já é excepcionada pelo artigo 152, I da RCVN 135, desde que cumpridos os requisitos dispostos no parágrafo único do referido artigo, norma mantida pela RCVN 220.

---

<sup>40</sup> RCVN 135. “Art. 2º, IX – participante: pessoa jurídica, fundo ou veículo de investimento a quem uma entidade administradora de mercado organizado tenha concedido autorização para operar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações dos mercados organizados de valores mobiliários por ela administrados.”

<sup>41</sup> Prevista no artigo 45 da RCVN 135.

No caso dos intermediários internalizadores de ordens, o dispositivo mereceria o ajuste nos itens “1”, “2” e “3” do inciso II, letra *b* do § 1º do artigo 152, acima referido (conforme redação determinada pela RCVm 220). Ajustes que seriam dedicados a excluir os internalizadores do âmbito de incidência de tais dispositivos, conforme detalhado no item 7.1. “b” abaixo.

#### **E. Avaliação sobre Estrutura de Governança**

O AIR Parcial se manifesta tangencialmente na sua seção IV sobre a relação entre internalização de ordens e administração de mercado de balcão organizado, aventando que *“qualquer estrutura de internalização que despontasse utilizando estruturas de balcão organizado dentro de um mesmo grupo econômico de um intermediário, supondo que a vedação acima fosse removida [a vedação de negociação simultânea de valores mobiliários em bolsa e balcão organizado], estaria atuando com base em interpretações pouco ortodoxas dos normativos, que buscam segregar entidades administradoras de mercado organizado de intermediários”*<sup>42</sup>.

Entretanto, entendemos que tal conclusão merece reflexão e ajuste.

De fato, há 2 (dois) dispositivos normativos na RCVm 135 já citados acima (art. 28, II<sup>43</sup> e art. 152, § 1º, inciso II, letra “b”), cujo propósito pode ser interpretado como regras que visam a *“segregar entidades administradoras de mercado organizado de intermediários”*.

Porém, conforme acima ressaltado, a RCVm 135 não proíbe que um intermediário adquira o poder de controle de um mercado de balcão organizado, bastando, para tanto, que cumpra determinados requisitos de governança.

Além disso, a própria RCVm 135 em seu artigo 9º, parágrafo 4º, admite a dispensa pelo Colegiado da CVM de requisitos impostos por tal Resolução para **a estrutura, organização e funcionamento do mercado organizado ou da entidade administradora de mercado organizado**, se: (i) tais requisitos forem incompatíveis com a estrutura ou a natureza do mercado a ser administrado pela entidade; ou (ii) as finalidades visadas com a imposição de tais requisitos forem alcançadas por mecanismos alternativos adotados pela entidade.

Em nosso entendimento, o modelo de internalização de ordens enquadrado como mercado de balcão organizado justificaria plenamente a dispensa dos 2 (dois) requisitos de estrutura da entidade administradora de mercado – (a) a não coincidência entre profissionais do intermediário e do administrador do mercado e (b) a proibição de vínculo do intermediário com mais de dois conselheiros do administrador). Neste caso, adotar-se-iam mecanismos alternativos como a adoção de salvaguardas de governança corporativa e controles internos que

---

<sup>42</sup> AIR Parcial, p. 80.

<sup>43</sup> Mantido pela RCVm 220.

mitigassem o risco de materialização de conflitos entre os interesses do internalizador enquanto intermediário, parte e administrador do sistema.

Conforme procuramos demonstrar nos argumentos acima apresentados, o mercado de balcão organizado, nos termos da RCV 135, é categoria que abrange com exatidão as diferentes modalidades de internalização de ordens.

Abaixo, nos concentraremos na adequação sistemática dessa qualificação com a estrutura jurídico-regulatória adotada no Brasil e no mundo.

**As Linhas de Defesa da Regulação dos Mercados** – De início, enquadrar a internalização como mercado de balcão organizado traria importantes garantias para sua operação. O artigo 84 da RCV 135, por exemplo, determina que o regulamento da entidade administradora de mercado organizado, relativo à admissão e manutenção de participante, deve dispor sobre segregação de atividades e outras medidas destinadas a prevenir conflitos de interesse. Assim, fica outorgado ao regulamento e à governança o que diz respeito a prevenção de conflitos de interesses, sem que se tenha de recorrer à regra mais extrema de proibição da internalização de ordens, e em cumprimento ao disposto no artigo 2º, III<sup>44</sup> da Lei nº 13.874 de 20 de setembro de 2019 (“Lei de Liberdade Econômica”).

Além disso, a RCV 135 já determina estrutura de governança robusta para as entidades administradoras de mercado, o que atribuiria mais segurança em relação à atuação dos intermediários internalizadores enquadrados como balcão organizado. Dentre as exigências regulatórias de governança aplicáveis, destacamos a necessidade de (a) departamento, conselho e diretoria de autorregulação (artigo 20, incisos V, VI e VII), (b) componente organizacional de auditoria interna (artigo 20, inciso III), (c) políticas e procedimentos de gerenciamento de riscos e controles internos (artigo 101). Esses elementos são linhas de defesa adicionais para a identificação e tratamento de inadequação em relação à regulação, conflitos de interesse e outros riscos.

**Dispensabilidade de Segregação Absoluta – A Lógica do Direito Societário e do Mercado de Capitais** - Deve-se ainda relativizar a utilidade da absoluta segregação de atividades de intermediário e administrador de mercado recomendada pelo AIR Parcial (p. 80). À primeira vista, pode-se aventar que a conveniência desta regra decorreria do risco de conflito de interesses do agente que cumulasse a posição de intermediário internalizador e administrador de mercado. Entretanto, a imposição de segregação artificial das atividades não afastaria este risco de intervenção pelo intermediário internalizador no mercado por ele administrado. Na realidade, com ou sem cumulação de atividades, poderia haver risco de intervenção do tipo em

---

<sup>44</sup> “Art. 2º São princípios que norteiam o disposto nesta Lei: (...) III – a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas. (...)”

razão da preponderância econômica de determinado intermediário nas operações de um mercado - neste caso, o intermediário poderia usar sua influência dominante para influenciar decisões do mercado, independentemente de participar dele, ou de atuar formalmente como administrador dele. Existiria aí o que a doutrina societária chama de controle externo, marcado por influência decorrente de dependência econômica, nascida da relação com grande cliente, financiador, participante do mercado etc.<sup>45</sup>

Aliás, o reconhecimento dessas realidades parece permear o Direito Societário. Os artigos 115 e 117 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades Anônimas”) firmam a responsabilidade de acionistas por atuação em conflito de interesses com a entidade participada. Mas, depois de longa discussão, a jurisprudência da CVM pende hoje para posição de que não se deve presumir de plano qualquer conflito e reconhecer o conflito preventivamente, com base na teoria do conflito formal. Apenas em caso de eventual conduta desviante, identificada com base na análise do caso concreto, cumpre sancioná-la. Este entendimento, inclusive, é compatível com a natureza dinâmica das decisões empresariais, já que uma análise de conflitos *a priori* poderia causar verdadeira paralisação administrativa de negócios e ineficiência econômica.<sup>46</sup> Seria justamente este o caminho a ser adotado em relação à internalização: considerado o enquadramento como mercado de balcão organizado e o fato de ser administrado por um intermediário, não caberia a presunção de disfunção nas atividades, especialmente considerando a robusta estrutura de governança e autorregulação a ser adotada.

Em complemento a essa estrutura robusta, poderiam se estender aos internalizadores de ordens as regras contidas na RCV 220 dedicadas à (a) adoção de normas internas para coibir o tratamento diferenciado do participante “intermediário” em relação aos demais participantes;<sup>47</sup> (b) restrição do direito de voto em deliberações que impliquem benefícios para o participante intermediário não extensíveis aos demais<sup>48</sup> - por exemplo, por meio da reserva dessas

---

<sup>45</sup> Nesse sentido, dando vários exemplos, Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*, 6ª edição, Rio de Janeiro, Editora Forense, p. 77 e seguintes,

<sup>46</sup> Processo Administrativo Sancionador nº 19957.003175/2020-50, julgado em 16 de agosto de 2022. Confira-se trecho do voto proferido pelo Diretor Otto Lobo: *A atual dinâmica empresarial, somada aos avanços tecnológicos e a um mercado cada vez mais competitivo, impõe que as tomadas de decisões sejam realizadas de forma rápida e ágil. Assim, uma avaliação ex ante das situações com potencial conflito de interesses pode causar efeitos deletérios na gestão das companhias, ou até mesmo privá-las de oportunidades empresariais, o que geraria graves ineficiências.*

<sup>47</sup> RCV 135. “Art. 152, §1º, II - na hipótese do inciso VI do art. 45, da implementação, pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, de: (...) c) políticas destinadas a coibir o tratamento diferenciado do participante de mercado organizado que detenha participação no capital social com direito a voto da respectiva entidade administradora de mercado organizado;” (...).

<sup>48</sup> RCV 135. “Art. 152, §1º, II - na hipótese do inciso VI do art. 45, da implementação, pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, de: (...) d) restrições estabelecidas no estatuto social da entidade administradora para o exercício do direito de voto do participante em deliberações que: 1. impliquem para o

deliberações aos conselheiros independentes da administradora;<sup>49</sup> e (c) instituição de comitê de supervisão de conflitos de interesse.<sup>50</sup>

Essa lógica é reconhecida no direito estrangeiro, em tema que aparece em discussão sobre a possibilidade de haver relação societária entre intermediários e entidades administradoras de mercado. A resposta decidida é pela ausência de restrições, tanto na União Europeia<sup>51</sup> como nos Estados Unidos<sup>52</sup>.

Enquanto partes externas ao mercado hesitariam naturalmente em arriscar capitais mais elevados em negócio que, no fundo, desconhecem, intermediários participantes têm profundo conhecimento dos mercados organizados, o que tende a se refletir em um aumento da disposição para investir no mercado em questão.

Os próprios participantes, nesta linha, afiguram-se como bons gestores de entidade do mercado

---

participante benefícios não extensíveis a outros participantes; 2. impliquem para outros participantes restrições de direitos a que o participante não estará sujeito; 3. modifiquem requisitos de elegibilidade de membros para o conselho de administração, a diretoria, os comitês cuja existência seja prevista nesta Resolução e o conselho fiscal; e 4. modifiquem atribuições e competências dos órgãos referidos na alínea 'c'."

<sup>49</sup> RCVM 135. "Art. 153. O conselho de administração da entidade administradora de mercado de balcão organizado deve ser composto por, no mínimo, 25% (vinte e cinco por cento) de conselheiros independentes, conforme definido no art. 29."

<sup>50</sup> RCVM 135. "Art. 45, § 2º As regras, procedimentos e controles internos de que trata o inciso I do § 1º devem contemplar, no mínimo, a instituição de um comitê de supervisão de conflitos, vinculado ao conselho de administração, encarregado de: I – receber e analisar reclamações de tratamento não equitativo entre participantes por parte da entidade administradora de mercados organizados; II – autorizar previamente a celebração de contratos entre o participante e a entidade administradora de mercados organizados, exceto os que digam respeito direta e exclusivamente a sua atuação como participante ou a sua condição de acionista da entidade administradora de mercados organizados; III – revisar periodicamente os contratos de que trata o inciso II; e IV – elaborar anualmente relatório de avaliação sobre o funcionamento e a eficácia das medidas previstas no § 1º, contendo as recomendações quanto às eventuais deficiências identificadas.

<sup>51</sup> Na Europa, o MiFID II determina que os Estados-Membros devem conceder poderes a autoridades competentes, tipicamente supervisores, para autorizar o funcionamento das entidades administradoras, bem como quaisquer alterações societárias que impliquem a concessão de influência significativa na administradora de um mercado regulamentado a um terceiro. A alteração só não seria aprovada pela autoridade caso o terceiro representasse ameaça ao funcionamento do mercado regulamentado, nos termos do artigo 46, p. 3º, do MiFID II. O legislador europeu optou por exigir que o mercado regulamentado disponha de mecanismos para identificar e gerir potenciais adversos para o seu funcionamento, assim como qualquer conflito de interesses, ao invés restringir a composição do capital social votante das entidades administradoras. Veja-se o artigo 47 da MiFID II: *Os Estados-Membros exigem que o mercado regulamentado: a) Preveja mecanismos para identificar claramente e gerir as possíveis adversas, para o funcionamento do mercado regulamentado ou para os seus membros ou participantes, de quaisquer conflitos entre as exigências do seu bom funcionamento e os interesses do próprio mercado, dos seus proprietários ou do seu operador de mercado, nomeadamente no caso de esses conflitos de interesses se poderem revelar prejudiciais para o desempenho de quaisquer funções delegadas no mercado regulamentado pela autoridade competente.*

<sup>52</sup> Nos Estados Unidos, o *Securities Exchange Act* 1934 tampouco apresenta qualquer restrição ao capital social votante das entidades administradoras, embora o tema tenha sido debatido em 2004 por meio de uma proposta da SEC. Naquela oportunidade, era suscitada a proibição de que qualquer *broker* ou *dealer* detivesse ações com poder de voto que superassem 20% da participação societária em bolsas de valores. Referida proposta nunca foi convertida em regra positiva pela SEC, após recebimento de uma série de críticas pelos participantes do mercado norte-americano. Veja-se: <https://www.sec.gov/rules/proposed/34-50699.htm>.

organizado por três motivos: (a) nela depositam também sua reputação, pela afinidade entre a atividade do próprio mercado e a do intermediário, (b) atuar em conflito de interesses pela falta de segregação de atividades implicaria prejuízo à lucratividade de um ou ambos os negócios, algo deletério para a entidade administradora/intermediário, e (c) são tipicamente entidades reguladas, sujeitas inclusive a liquidação pelo BCB nos termos da Lei nº 6.024, de 15 de março de 1974, com possibilidade de extensão direta de responsabilidade a controladores e administradores, grau de responsabilidade que não existe para empresas em geral. Têm, portanto, fortes incentivos a conduzir com lisura a atividade.

Os intermediários seriam, portanto, os mais indicados para administrar mercados organizados, tal como ocorrido historicamente<sup>53</sup>.

## **F. Conclusão**

De todos esses elementos, a conclusão deve ser pela inexistência de óbice ao enquadramento da internalização como mercado de balcão organizado, a pretexto de se assegurar segregação de atividades entre administradores e intermediários de mercado. Isso (a) pelas salvaguardas ao bom funcionamento de mercados organizados impostas na regulação, (b) pela sistemática do Direito Societário e do Mercado de Capitais, contrária a soluções apriorísticas para a prevenção do conflito de interesses, (c) pelo exemplo comparativo das escolhas feitas na União Europeia e Estados Unidos, (d) pela inexistência de agentes mais adequados, em termos de conhecimento e de capacidade de investimento e (e) pelos princípios previstos na Lei de Liberdade Econômica.

Além de tais argumentos, trazemos à ponderação que o não enquadramento da internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado teria como consequências negativas as seguintes: (i) o não aproveitamento do regime jurídico de autorregulação conforme acima referido e (ii) o não aproveitamento do regime jurídico tributário referente aos mercados organizados.

### **B.2. 2.**

**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**

---

<sup>53</sup> BARRETO Filho, Oscar. *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*. In: *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano 48, v. 283, p. 7-30, maio 1959. VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. *As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003 (p. 68).

**restrições de negociação simultânea de ativos em mercados de balcão organizado e bolsa vigentes? Existem dados referentes aos custos de tais requerimentos?**

**Resposta:** Não. Os requerimentos 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, não constituem impedimentos à modelos de internalização semelhantes aos analisados na seção VI do AIR Parcial, ainda que sejam modelos similares ao mercado de bolsa, com interação de ofertas de forma centralizada e multilateral.

**Requerimento de Contraparte Central:**

Conforme parágrafo único do artigo 142 da RCV 135, a atuação de uma entidade central como contraparte garantidora seria necessária apenas para os modelos de internalização de ordens em que as ofertas interagem de forma multilateral permitindo que quaisquer investidores que não se conheçam possam ser contrapartes de uma negociação ou no caso de atuação de formadores de mercado. Por outro lado, não há obrigatoriedade de central contraparte garantidora para todos os modelos em que vigore a lógica bilateral de negociação entre investidores que conhecem seus respectivos riscos, incluindo investidores de varejo.

Portanto, apresentam-se duas opções:

- (a) modelo em que o internalizador de ordens administra o balcão organizado e contrata instituição que assuma a posição de contraparte central garantidora, o que ocorreria: (i) em caráter obrigatório, quando haja negociação multilateral operada pelo internalizador<sup>54</sup>; (ii) em caso de conveniência negocial, como por exemplo quando clientes do internalizador tiverem custódia em outras instituições, ou por pedido do cliente; e/ou
- (b) modelos de *self-clearing* conforme referidos na resposta à pergunta B.1.“c” acima, nos casos de negociação bilateral em que a contraparte central não é obrigatória (incisos III

---

<sup>54</sup> Multilateralidade essa aliás prevista como possibilidade para os mercados de balcão organizados nos termos do artigo 142, incisos I e II da RCV 135.

e IV do artigo 142 da RCV 135)<sup>55</sup>, inclusive quando o internalizador atua como contraparte em negócios com seus investidores de varejo ou profissionais<sup>56</sup>.

Nesse caso, o internalizador, na qualidade de custodiante e intermediário dos investidores, poderia realizar a entrega contra pagamento (*delivery versus payment*) dos negócios de compra e venda executados no ambiente internalizado, que poderiam ocorrer por meio de:

- a) comando da transferência de titularidade dos valores mobiliários da conta individualizada do vendedor para a conta individualizada em nome do comprador perante a depositária, conforme artigo 13, inciso III e seu § 1º, inciso I, da Resolução CVM nº 32 de 19 de maio de 2021 (“RCVM 32”), **ou** por meio de transferência entre contas individualizadas do vendedor para o comprador em livros de registro de custódia administrados pelo custodiante que por sua vez manteria, na qualidade de representante dos investidores uma conta *omnibus* em seu nome perante a depositária central, na qual seriam depositados todos os valores mobiliários sujeitos à negociação no ambiente internalizado, simultaneamente à:
- b) transferência dos recursos financeiros que seria realizada pelo internalizador mediante débito na conta do comprador e crédito na conta de registro do vendedor (“book-transfer”) mantidas em seus próprios registros.

Note-se que a exigência de contraparte para a hipótese da atuação de formador de mercado (art. 142, II e parágrafo único) deixou de existir a partir do advento da Resolução BCB nº 304, de 20 de março de 2023, cujo art. 125 do Regulamento Anexo trata de maneira completa do assunto sem reproduzir essa exigência<sup>57</sup>. Além disso, também pela boa interpretação teleológica se chega à mesma conclusão, pois não é necessária a interposição de contraparte central quando os investidores na lógica bilateral terão a certeza de terem como contraparte o conhecido formador de mercado no ambiente administrado pelo internalizador de ordens. Além disso, as operações com formador de mercado poderão ser garantidas pelo arranjo de *self-clearing* pactuado entre internalizador de ordens e formador de mercado, conforme regras claras disponíveis aos investidores

---

<sup>55</sup> Bilateralidade essa aliás prevista como possibilidade para os mercados de balcão organizados nos termos do artigo 142, inciso III e IV da RCV 135.

<sup>56</sup> Quando o internalizador atua como contraparte, existe clara negociação bilateral, visto que o internalizador conhece e aceita o risco de seus clientes, e esses conhecem e aceitam o risco de internalizador.

<sup>57</sup> Artigo 2º, § 1º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (Decreto-lei nº 4.657 de 4 de setembro de 1942).

Entretanto, para eliminar dúvidas, seria conveniente a alteração de redação do artigo 142, parágrafo único da RCV 135, para deixar clara a inexistência de obrigação de contraparte central em caso de atuação de formador de mercado.

### **Requerimento de Identificação de Comitente Final**

A obrigação de identificação do cliente final em contas de custódia igualmente não constitui impeditivo a modelos de internalização de ordens.

A regra básica sobre o assunto consta do artigo 24, § 3º, inciso II da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 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.<sup>58</sup> [...]*

*§ 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,**<sup>59</sup> até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos; e*

(sem destaque no original)

De fato, o internalizador administrará ambiente de negócios, e o registro em depositário central continuaria a ser feito em nome dos titulares dos valores mobiliários. Titulares que seriam os clientes do internalizador, ou o próprio internalizador, no caso das operações em carteira própria.

---

<sup>58</sup> O artigo 31 da Lei nº 6.404/1976 dispunha que a *propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de 'Registro de Ações Nominativas' ou pelo extrato fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações*. A menção à propriedade fiduciária do custodiante ficou, entretanto, superada pela disciplina mais precisa do depósito central na Lei nº 12.810/2013.

<sup>59</sup> O artigo 41, § 4º da Lei nº 6.404/1976 estatui que a *propriedade das ações em custódia fungível será provada pelo contrato firmado entre o proprietário das ações e a instituição depositária*. A admissão de representação do investidor pelo custodiante para formar o depósito já existe e consta do artigo 30 da Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021.

Sabe-se que um dos pontos relevantes sobre essa estrutura é a preocupação sobre a segregação entre os ativos de clientes e os ativos proprietários dos intermediários. Sobre o tema, cumpre destacar que o modelo adotado pela B3 atribui aos custodiantes a responsabilidade de garantir esta separação, dispensando a necessidade de haver um central depositária para exercer tal função.

Nessa linha, existe a possibilidade de o internalizador operar de forma a eliminar a necessidade de registro na depositária central da transferência de titularidade de valores mobiliários decorrentes das operações executadas no ambiente de internalização de ordens. Para isso, criaria conta *omnibus* em seu nome junto ao depositário central, com as seguintes características:

- (a) a conta teria como titular o internalizador representando seus clientes, mediante atribuição de poderes para tanto em documentação à parte; e
- (b) os direitos dos clientes seriam reconhecidos nos registros do internalizador unicamente.

A existência desse agente internalizador que controla as transferências de titularidade, cuja atividade é conhecida na prática negocial anglo-saxônica como *self-clearing*, é compatível com o estabelecido pelo artigo 24, § 3º, inciso II da Lei nº 12.810/2013, acima transcrito, que admite a manutenção dos ativos na depositária em nome de representante do titular, ***quando admitido pela regulamentação pertinente***.

Essa admissão já existe, e consta do artigo 693 do Código Civil, em sua redação atual. Por esse dispositivo, o contrato de comissão tem entre outros objetos a realização “*de mútuo ou outro negócio jurídico de crédito pelo comissário, em seu próprio nome, à conta do comitente*”. O registro em depositário central é justamente um negócio de crédito, pois o titular do valor mobiliário transfere a titularidade em caráter fiduciário a essa infraestrutura do mercado financeiro, conforme o artigo 24, caput da Lei nº 12.810/2013 que acima transcrevemos. E o depositário central se torna, por isso, devedor de obrigação de restituição de que o depositante é credor, como se depreende do artigo 24, § 4º da Lei nº 12.810/2013:

***§ 4º O depositário central não pode dispor dos ativos financeiros e dos valores mobiliários recebidos em titularidade fiduciária e fica obrigado a restituí-los ao seu titular efetivo ou, quando admitido pela regulamentação pertinente, ao seu***

*representante, com todos os direitos e ônus que lhes tiverem sido atribuídos enquanto mantidos em depósito centralizado. (sem destaque no original)*

Portanto, pela regra presente, o investidor já poderia depositar, por meio de comissário formalmente designado, seus valores mobiliários em uma conta *omnibus* operada em nome próprio por um intermediário internalizador.

Assim, não seria necessária qualquer alteração legislativa ou da regulação decorrente de normas sobre o sistema de depósito central. Se a CVM entender recomendável, no entanto, tornar óbvia essa lógica na regulação, de forma a eliminar a possibilidade de erro de interpretação das normas vigentes por falta de conhecimento sistemático, a mudança sugerida abaixo em negrito poderia ser introduzida no artigo 2º, § 3º na Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021:

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

### **Flexibilização do Ciclo de Liquidação**

O modelo de internalização com *self-clearing*, em que o próprio intermediário internaliza fluxo de negociação e pós-negociação tem a vantagem de poder alterar o ciclo de liquidação (atualmente em D+2) para modelos mais flexíveis, podendo ser *intraday*, por exemplo, além de poder operar qualquer dia da semana, independentemente da grade horária do STR e do funcionamento da depositária.

Isso decorre da possibilidade de o internalizador, na qualidade de custodiante e intermediário dos investidores, comprador e vendedor, realizar a entrega contra pagamento (*delivery versus payment*) conforme dois modelos possíveis:

- a) o internalizador comanda a transferência de titularidade dos valores mobiliários das contas individualizadas do vendedor para a conta individualizada do comprador perante a depositária central, conforme artigo 13, inciso III, e seu § 1º, inciso I, da RCVM 32;  
ou

- b) o internalizador agrupa todas as posições de clientes em seu próprio nome, sem individualizá-las por razões operacionais, perante a central depositária, atuando na qualidade de representante dos clientes nos termos do artigo 24, §3º, II, da Lei 12.810/2013 - Como resultado, passa a efetivar em seus próprios livros os controles relativos às transferências de titularidade dos valores mobiliários negociados no ambiente internalizado, sem necessidade de refleti-los em sua conta única mantida junto a infraestruturas de mercado acima mencionadas - é isso que permite a alteração de ciclo mencionada no parágrafo anterior.

As hipóteses acima referidas ocorreriam simultaneamente às respectivas transferências de recursos financeiros da conta de registro do comprador (a débito) para a conta de registro do vendedor (a crédito), nos termos do artigo 12 da Resolução CMN 5.008, de 24 de março de 2022, e conforme permitido pelo artigo 37, inciso VIII da RCVN 35, desde que haja norma da CVM prevendo tal possibilidade.

#### **B.2. 2.**

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

**Resposta:** A oferta direta tem um papel importante para garantir a melhor execução para determinadas ordens que não seriam executáveis conforme dinâmica do leilão contínuo do mercado de bolsa. Contudo, entendemos que cabem aprimoramentos em um cenário de autorização mais ampla da internalização, inclusive considerando que o regime de internalização pode beneficiar o arcabouço de ofertas diretas.

A oferta direta consiste em ofertas de compra e venda registradas simultaneamente pelo mesmo participante no ambiente de bolsa, também responsável por selecioná-las em fase anterior ao curso em bolsa<sup>60</sup>.

Este tipo de transação permite que ordens não suscetíveis de execução no ambiente de bolsa sejam executadas com o protagonismo do intermediário na organização do encontro entre compradores e vendedores e na quantidade de determinado valor mobiliário<sup>61</sup>. Ou seja, trata-

<sup>60</sup> Artigo 39 do Regulamento de Negociação da B3.

<sup>61</sup> Seção 3.a) do Ofício-Circular nº 8/2020-CVM/SMI.

se de mecanismo atípico de internalização, em que o intermediário administra o ambiente de negociação, embora seja obrigado a levá-la a curso em ambiente de bolsa.

O arcabouço regulatório das ofertas diretas se mostra insuficiente para atender aos interesses dos investidores. Isso porque existe vedação a que intermediários promovam a interação competitiva entre as ordens dos clientes<sup>62</sup>, além de a transação incorrer nos custos de negociação cobrados pela entidade administradora do mercado de bolsa. Consequentemente, o investidor pode não obter a melhor execução para sua ordem, além de incorrer em custo de curso da oferta em bolsa.

Em relação à obrigatoriedade de curso da oferta direta no mercado de bolsa, vale notar que sua única utilidade é garantir que a execução da operação ocorra no melhor preço possível, considerando as melhores ofertas de compra e de venda existentes no mercado de bolsa. Porém, a tecnologia evoluiu muito e, hoje, já há sistemas tecnológicos que permitem aos intermediários garantir a melhor execução para negócios executados em seus ambientes, cotejando em tempo real (em latência ínfima) com os preços informados por outros ambientes de negociação, sem a necessidade de curso em bolsa da operação em outro mercado.

A internalização de ordens corrigirá tais distorções, na medida em que o intermediário poderá promover a interação competitiva de ordens em seu ambiente, de forma íntegra e auditável, o que (a) facilita o atingimento da melhor execução para os investidores; (b) garante certeza de execução, extinguindo o risco de inexecução em razão de alteração do *spread* da bolsa durante o trabalho do intermediário de realizar o encontro entre comprador e vendedor; e (c) reduz o custo global de execução, pois não haverá o custo de curso da oferta direta no mercado de bolsa.

Mais ainda, a internalização promoverá a concorrência entre os ambientes de negociação, o que tende a reduzir os custos de negociação e melhorar a qualidade de tais ambientes<sup>63</sup>.

Portanto, posto que o obstáculo tecnológico está atualmente superado, do prisma jurídico, a manutenção da obrigatoriedade da oferta direta com obrigação de curso em bolsa como única alternativa para garantia da melhor execução das operações com perfil acima mencionado não se revela adequada aos princípios do Direito brasileiro.

---

<sup>62</sup> Seção 2.1.1 da Norma de Supervisão CE-BSM-1/2023.

<sup>63</sup> O desenvolvimento tecnológico e o processo de liberalização do mercado de capitais, com a extinção da obrigação de execução de transações na bolsa de valores, foram fatores essenciais para a implementação da internalização em outros países, como os EUA, França, Espanha e Dinamarca. Veja-se Florian Miller, *Der systematische Internalisierer*, 1ª edição, Nomos, 2020, pp. 37-39.

Vale lembrar, nesse sentido, da Lei de Liberdade Econômica, que elege como princípio elementar “*a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas*” (artigo 2º, inciso I). Este princípio é traduzido em proibições expressas de intervenção ou imposição de ônus sobre negócios empresariais lícitos:

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

*[...]*

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

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

A permissão da internalização de ordens resolveria os problemas acima referidos, já que o intermediário teria liberdade na organização ativa de fluxos de ordens de seus clientes, tendo esta atuação direcionada pela obrigação do intermediário de garantir-lhes a melhor execução possível.

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

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

**Resposta:** Sim. Entendemos que poderia ser considerada a inclusão dos prestadores de serviço de recepção, divulgação e/ou consolidação de informações de negociação no item que trata de participantes afetados<sup>64</sup>.

**Prestadores de serviço de recepção, divulgação e/ou consolidação de informações de negociação**

---

<sup>64</sup> CVM analisou tais prestadores de serviço sob uma perspectiva distinta em outros trechos do Relatório Parcial. A título exemplificativo, veja-se AIR Parcial, cit., pp. 90 e 113.

Como examinado no Relatório Parcial, os regramentos da União Europeia e dos Estados Unidos optaram por regular participantes especificamente responsáveis pela recepção, divulgação e/ou consolidação de informações de negociação. Exemplos de consolidadores seriam o *securities information processor* (EUA) e *consolidated tape provider* (União Europeia), enquanto os receptores seriam o *trade reporting facility* (EUA) e *approved publication arrangement* (União Europeia)<sup>65</sup>. No Brasil, esses tipos de participantes inexistem<sup>66</sup>.

Conforme consta de nossa síntese a seguir, a figura do consolidador seria dispensada até o amadurecimento do sistema. A experiência internacional corrobora este posicionamento. Na União Europeia, o Legislativo optou por criar a figura do *consolidated tape provider* em 2014, com o objetivo de facilitar acesso aos participantes do mercado à informação de negociação disponível<sup>67</sup>. Esta atividade seria realizada por uma entidade autorizada a recolher informações junto a plataformas de negociação e *approved publication arrangements*, e consolidá-las num fluxo eletrônico que forneça dados de mercado em tempo real<sup>68</sup>. No entanto, conforme reconheceu o legislador europeu, nenhuma entidade demonstrou interesse em atuar como consolidadora desde sua criação<sup>69</sup>.

A experiência europeia demonstra que a regulação precisa acompanhar a demanda de mercado, e não o inverso. Como bem observou a CVM no Relatório de Audiência Pública SDM 09/2019, a regulação inadequada pode dificultar o surgimento de soluções de mercado<sup>70</sup>. Desse modo, propomos as duas alternativas de estrutura de mercado abaixo, que poderiam ser discutidas com participantes e associações do mercado de capitais. Tais alternativas focam nas regras de agregação e consolidação para fins de transparência, e imputam custos aos agentes internalizadores, de modo a evitar o problema regulatório de bens públicos aventado no Relatório Parcial.

---

<sup>65</sup> AIR Parcial, cit., pp. 16 e 20.

<sup>66</sup> AIR Parcial, cit., p. 71.

<sup>67</sup> Recital 117 da Diretiva 2014/65/UE: “Agora que existe uma estrutura de mercado que permite a concorrência entre várias plataformas de negociação, é fundamental ter um sistema eficaz de prestação de informações consolidadas a funcionar o mais rapidamente possível. A introdução de uma solução comercial assente num sistema de prestação de informações consolidadas para instrumentos financeiros de capital e equivalentes deverá contribuir para a criação de um mercado europeu mais integrado, *tornando mais fácil para os participantes no mercado o acesso a uma visão consolidada das informações disponíveis sobre a transparência da negociação.*” (grifos nossos).

<sup>68</sup> Artigo 4º, parágrafo 1º, 50) da Diretiva 2014/65/UE, que foi posteriormente transferido para o artigo 4º, parágrafo 1º, 35) do Regulamento (UE) 600/2024.

<sup>69</sup> Recitais 3 e 4 do Regulamento (EU) 600/2024: (...) A ideia subjacente à introdução dos CTP era que os dados provenientes das plataformas de negociação e dos APA seriam facultados ao público de forma consolidada, abrangendo todos os mercados de negociação da União e utilizando etiquetas de dados, formatos e interfaces de utilizador idênticos. *Até à data, no entanto, nenhuma entidade supervisionada solicitou autorização para atuar na qualidade de CTP.* (grifos nossos).

<sup>70</sup> AIR Parcial, cit., p. 71.

### **Alternativa nº 1 - Regime descentralizado - Obrigação de cada intermediário**

Este modelo consistiria na atribuição de obrigação de cada internalizador agregar e consolidar as informações disponíveis para negociação. Para isso, haveria conexão do internalizador com cada mercado organizado, que enviariam as informações de preço em tempo real. Na fase pré-negociação, competiria ao internalizador, durante a negociação dos elementos da ordem internalizada, analisar os preços disponíveis entre os mercados naquele momento e reproduzi-lo nos termos da sua política de melhor execução.

O horário em que a ordem foi executada seria registrado, o que viabiliza a supervisão do cumprimento do dever de melhor execução por parte do agente internalizador e do autorregulador.

Na fase pós-negociação, o internalizador enviaria os dados da negociação a um repositório unificado, que também receberia dados dos demais mercados organizados de bolsa e de balcão organizado, e disponibilizaria acesso a todos os participantes, entidades de autorregulação e autoridades. Tal repositório unificado poderia ser administrado inclusive por entidade de autorregulação.

Por meio dessa alternativa, os custos para viabilizar o cumprimento das obrigações nas fases pré e pós-negociação seriam integralmente incorridos pelos internalizadores.

### **Alternativa nº 2 - Regime centralizado - Convenção entre intermediários**

O segundo modelo consistiria na redação de convenção entre intermediários, para padronizar de que forma as informações seriam coletadas, agregadas e consolidadas nas fases pré e pós-negociação. No setor financeiro, a convenção entre participantes do mercado tem se mostrado instrumento útil para a padronização de plataformas de compartilhamento de informações entre si.

Exemplo bem-sucedido de convênio é o *Open Finance*, por meio do qual entidades autorizadas a funcionar pelo BCB compartilham informações relacionadas a serviços financeiros, de pagamento e de valores mobiliários de forma padronizada, por meio da abertura e integração

de sistemas<sup>71</sup>. Para regulamentar este sistema, o BCB editou uma Estrutura de Governança, composta por diferentes órgãos<sup>72</sup>.

O órgão diretor superior é responsável por deliberar sobre os temas de relevância da Estrutura, como a aprovação de propostas sobre padrões tecnológicos, procedimentos operacionais, mudanças de escopo e prazos de implementação. Para garantir a participação de todas as entidades que compõem esse ecossistema, o BCB atribuiu direitos de voto a diferentes segmentos, que são representados por associações<sup>73</sup>. Além disso, a eficácia das aprovações das propostas mencionadas acima fica condicionada à aprovação da autarquia<sup>74</sup>.

A CVM poderia adotar técnica regulatória similar à descrita acima. A participação no convênio seria obrigatória e restrita a internalizadores, a quem seriam atribuídos direitos de voto de forma igualitária. A CVM teria acesso às reuniões, suas atas e documentos relevantes, e a eficácia das deliberações e do convênio seria condicionada à aprovação da CVM.

O escopo do convênio incluiria os seguintes tópicos: i) conexão com mercados organizados, ii) informações que seriam disponibilizadas nas fases anterior e posterior à negociação, iii) escolha da entidade autorreguladora, iv) monitoramento do cumprimento do dever de melhor execução dos internalizadores via autorregulação e v) padrões tecnológicos e procedimentos operacionais comuns para viabilizar os itens anteriores. Caso haja demanda de mercado após o amadurecimento do sistema, o convênio poderia traçar o regime aplicável aos consolidadores de informações.

### **Análise de *market share* dos intermediários considerando a segmentação de mercado envolvendo investidores de varejo e profissionais**

No Relatório Parcial, a análise de *market share* de determinados intermediários fez uso apenas de indicadores de volume de transações de varejo<sup>75</sup>. Porém, esta seção não incluiu os mesmos indicadores para investidores profissionais. Esses indicadores têm especial importância, visto que haverá incentivo para internalização de ordens desses tipos de investidores, conforme bem detalhado na seção B.1.1.iii).

---

<sup>71</sup> Artigos 2º, inciso I, e 5º, e 44 da Resolução Conjunta nº 1, de 4 de maio de 2020, editada pelo BCB e Conselho Monetário Nacional.

<sup>72</sup> Artigos 1º e 4º da Resolução BCB nº 400, de 4 de julho de 2024, que sucedeu a Circular BCB nº 4.032, de 23 de junho de 2020.

<sup>73</sup> Artigos 7º, inciso VIII, e 8º, da Resolução BCB nº 400/2024.

<sup>74</sup> Artigo 8º, p. 1º, da Resolução BCB nº 400/2024.

<sup>75</sup> AIR Parcial, cit., p. 84.

Desse modo, entendemos que a análise de participação de mercado deveria levar em consideração não apenas os indicadores de volume de varejo, mas também de volume de investidores profissionais. Consequentemente, o conglomerado líder, de acordo com os indicadores de mercado de varejo, não necessariamente terá a mesma participação de mercado em termos de clientes atendidos e volume financeiro, quando analisada sob as métricas do volume de investidores profissionais. Tal fato deveria ser considerado em relação às considerações traçadas sobre vantagem de posicionamento em relação aos demais intermediários, como sugerido no Relatório Parcial<sup>76</sup>.

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

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

**Resposta:** É importante mencionar os relatórios das consultorias OW e Accenture, que fornecem um panorama abrangente dos regimes estrangeiros, e contribuem significativamente para a compreensão do tema. A análise inclui uma avaliação qualitativa e quantitativa de países, como EUA, Reino Unido, União Europeia, Canadá, Coreia do Sul, Hong Kong e África do Sul. Vale destacar que, de 14 países analisados, apenas o Brasil e a Índia não permitem qualquer modelo de ambiente de negociação alternativo assemelhado à internalização. Esses relatórios elaborados pelas consultorias oferecem um panorama histórico detalhado sobre a evolução da internalização nas respectivas jurisdições, o que permite uma análise comparativa acerca da implementação e do potencial aprimoramento do modelo a ser implementado no mercado brasileiro.

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

---

<sup>76</sup> AIR Parcial, cit., p. 85.

**Resposta:** Os mecanismos de ressarcimento de prejuízos disponíveis para investidores variam por país. De modo geral, os investidores podem recorrer a alguns mecanismos em um mesmo país, que frequentemente não são relacionados entre si. Optamos por distinguir os mecanismos de ressarcimento em quatro categorias: (i) esquemas ou fundos de ressarcimento em caso de insolvência; (ii) reparação via autorregulação; (iii) reparação via regulador/supervisor e (iv) as ações em esfera judicial de iniciativa de investidores e entidades de defesa do consumidor.

(i) *Esquemas ou fundos de ressarcimento em caso de insolvência*

Os esquemas ou fundos de ressarcimento em caso de insolvência têm como assistidos, em sua maioria, os investidores de varejo, e possuem escopo restrito, nos termos da tabela abaixo. Ressalte-se que Hong Kong optou por estender o escopo do seu esquema, de modo a abarcar hipóteses de inadimplemento de intermediários solventes.

Jurisdição	Mecanismo de ressarcimento e base legal	Quem participa do mecanismo?	Quais prejuízos são ressarcidos? Inclui perdas na internalização?
EUA	<i>Securities Investor Protection Corporation</i> (“SIPC”) / <i>Securities Investor Protection Act</i>	Todo e qualquer <i>broker-dealer</i> , com algumas poucas exceções <sup>77</sup>	Após a insolvência do intermediário, o SIPC ressarcе consumidores cujas pretensões a valores mobiliários ou recursos financeiros não foram satisfeitas pela massa falida, até o montante de US\$500.000,00 (quinhentos mil dólares dos Estados Unidos), do qual US\$250.000,00 (duzentos e cinquenta mil dólares dos Estados Unidos) pode corresponder a pretensões a recursos financeiros <sup>78</sup> . O SIPC não cobre perdas decorrentes de fraude, inadimplemento contratual e perda de valor de mercado dos valores mobiliários <sup>79</sup> .

<sup>77</sup> Artigo 78ccc(a)(2)(A) do *Securities Investor Protection Act*.

<sup>78</sup> Artigo 78fff-3 do *Securities Investor Protection Act*.

<sup>79</sup> Thomas W. Joo, *Who watches the watchers? The Securities Investor Protection Act, Investor Confidence, and the Subsidization of Failure*, Southern California Law Review, 1999, pp. 1097 e 1122.

			Perdas no âmbito da internalização são, portanto, ressarcidas, sujeitas às exceções e limites acima.
EU	Esquema de compensação de investidor / Diretiva 97/9/CE. Cada Estado-membro deve implementar este esquema.	Firmas de investimento e algumas instituições de crédito <sup>80</sup>	<p>Após as autoridades verificarem a precária situação financeira da empresa, o esquema deve cobrir quaisquer pretensões dos investidores decorrentes da incapacidade da empresa de:</p> <p>i) reembolsar os recursos que sejam devidos ou que pertençam aos investidores e que sejam detidos por conta da empresa no âmbito de operações de investimento;</p> <p>ou</p> <p>ii) restituir instrumentos que pertençam aos investidores e que sejam detidos, administrados ou geridos por conta da empresa no âmbito de operações de investimento<sup>81</sup>.</p> <p>Os Estados-membros devem assegurar ao menos €20.000,00 (vinte mil euros) a título de restituição por investidor<sup>82</sup>.</p> <p>Perdas no ambiente de internalização são, portanto, ressarcidas, sujeitas aos limites acima.</p>
Canadá	<i>Canadian Investor Protection Fund</i> (“CIPF”) /	Todo e qualquer <i>dealer</i> , com algumas	O CIPF cobre prejuízo de clientes, que foram causados pela insolvência de um <i>dealer</i> . O objetivo do CIPF é devolver os ativos aos clientes ou, quando os

<sup>80</sup> Artigo 2, parágrafo 1º da Diretiva 97/9/CE. Algumas instituições de crédito podem ser obrigadas a participar, desde que exerçam atividade de firma de investimento. Porém, Estados-membros podem dispensar a participação dessas instituições, caso também estejam dispensadas da obrigação de participante de sistema de garantia de depósitos.

<sup>81</sup> Artigo 2º, parágrafo 2º, da Diretiva 97/9/CE.

<sup>82</sup> A percentagem coberta deve ser igual ou superior a 90% do montante da pretensão do investidor, enquanto o montante a ser pago pelo esquema não atingir €20.000,00 (vinte mil euros). Base legal: Artigo 4º da Diretiva 97/9/CE.

	<i>Approval Order for CIPF</i>	poucas exceções <sup>83</sup>	<p>ativos não estiverem disponíveis, fornecer uma compensação pelo seu valor na data da insolvência<sup>84</sup>. Prejuízos que não decorram da insolvência de um <i>dealer</i>, como a alteração dos valores de mercado dos ativos, investimentos inadequados ou inadimplemento de um emissor de valores mobiliários, não estão cobertos<sup>85</sup>.</p> <p>A cobertura é limitada ao montante de \$1,000,000.00 (um milhão de dólares do Canadá) por cliente. Caso o cliente possua uma ou mais contas específicas (ex. plano de aposentadoria registrado), a cobertura será estendida por igual montante, multiplicado pela quantidade de contas específicas<sup>86</sup>.</p> <p>Perdas no ambiente de internalização são, portanto, ressarcidas, sujeitas às exceções e limites acima.</p>
Hong Kong	<i>Investor Compensation Fund (“ICF”) / Caps. 571 (Securities and Futures Ordinance) e 571T (Securities and Futures – Investor</i>	Entidades que negociam valores mobiliários, <sup>87</sup> futuros e financiam aquisição de valores mobiliários	<p>O ICF tem o objetivo de cobrir prejuízos incorridos por clientes de varejo em razão de inadimplemento do intermediário. Hipóteses de inadimplemento de cobertura do ICF incluem a insolvência e liquidação do intermediário, bem como prejuízos decorrentes de fraude, quebra de confiança, apropriação/desvio</p>

<sup>83</sup> Página 1 da *Approval Order for CIPF*.

<sup>84</sup> Seção A, parágrafo 1º, da Política de Cobertura (*Coverage Policy*) do CIPF.

<sup>85</sup> Seção D, parágrafos 1º e 2º, da Política de Cobertura (*Coverage Policy*) do CIPF.

<sup>86</sup> Seção F, parágrafos 1º e 3º, da Política de Cobertura (*Coverage Policy*) do CIPF.

<sup>87</sup> Artigo 236, parágrafo 2º, da *Securities and Futures Ordinance*.

	<i>Compensation Claim Rules)</i>		( <i>defalcation</i> ), conduta ilícita dolosa ( <i>misfeasance</i> ) <sup>88</sup> .  Perdas no ambiente de internalização são, portanto, ressarcidas, desde que decorrentes das condutas acima.
--	----------------------------------	--	---

### *Ressarcimento via autorregulação*

Nos Estados Unidos, a *Financial Industry Regulatory Authority* (“FINRA”), organização de autorregulação, é de participação obrigatória para *broker-dealers*<sup>89</sup>. A FINRA impõe regras aplicáveis a participantes internalizadores de ordens e implementou as seguintes formas de ressarcimento via autorregulação:

- Arbitragem: investidores têm o direito de ajuizar pedidos de arbitragem junto à FINRA, desde que o objeto esteja vinculado à prestação de serviços pelo *broker-dealer*<sup>90</sup>. Em caso de condenação, o intermediário deve efetuar o pagamento em até 30 dias, contados da data de recebimento da sentença<sup>91</sup>.
- Mediação: forma voluntária de autocomposição entre as partes, em que a FINRA atua como mediadora<sup>92</sup>. É instrumento útil para solucionar disputas entre investidores e intermediários.
- Processo disciplinar: o departamento de persecução da FINRA pode instaurar processo disciplinar em face de seus associados, caso identifique que houve violação a legislação ou regulamentação<sup>93</sup>. A FINRA tem poderes para sancionar o participante e transferir valores a investidores lesados.<sup>94</sup>

#### *(i) Reparação administrativa via regulador/supervisor*

<sup>88</sup> Artigo 236, parágrafo 1º, da *Securities and Futures Ordinance* e artigo 244, parágrafo 2º, da *Securities and Futures – Investor Compensation Claim Rules*.

<sup>89</sup> Seção 15(b)(8) do *Securities Exchange Act of 1934*.

<sup>90</sup> *Rule No. 12200* da FINRA.

<sup>91</sup> *Rule No. 12904* da FINRA.

<sup>92</sup> *Rules Nos. 14104 e 14109* da FINRA.

<sup>93</sup> *Rule No. 9211* da FINRA.

<sup>94</sup> FINRA, *Sanctions Guidelines*, março de 2024, p. 5.

Este mecanismo de ressarcimento não existe em diversos países, principalmente em razão da atribuição ao regulador/supervisor de medidas de persecução administrativas (*administrative enforcement*), em oposição a ações individuais reparatórias de direito privado<sup>95</sup>.

Exceção a este modelo consiste na competência atribuída ao supervisor financeiro inglês, o *Financial Conduct Authority* (“FCA”), de implementar mecanismos de reparação ao consumidor (*consumer redress*)<sup>96</sup>. A autoridade pode obrigar as entidades reguladas a estabelecer e operar um mecanismo de reparação aos consumidores, caso falhem de forma repetida ou generalizada no cumprimento de alguma norma, e isso acarrete perdas ou danos aos consumidores<sup>97</sup>. O internalizador que infringisse o dever de melhor execução e executasse deliberadamente ordens de investidores de varejo a um custo global alto, por exemplo, estaria sujeito ao dever de estabelecimento do mecanismo.

O mecanismo da FCA pode incluir as seguintes medidas<sup>98</sup>:

- auditoria a ser empreendida pelas entidades reguladas, com o objetivo de identificar se elas não cumpriram as normas objeto do esquema e, em caso positivo, se houve prejuízo aos consumidores; e
- critérios para determinação do montante a ser pago como indenização aos consumidores.

Além do exemplo inglês, o regulador do mercado de capitais americano, a *U.S. Securities and Exchange Commission* (“SEC”), possui competência para constituir fundo de restituição às vítimas em processo administrativo instaurado em face de participante do mercado de capitais que infringiu a legislação ou regulamentação<sup>99</sup>. Este fundo poderia ser utilizado para ressarcir investidores caso houvesse alguma falha ou omissão do internalizador.

(ii) *Ações em esfera judicial de iniciativa de investidores e entidades de defesa do consumidor*

---

<sup>95</sup> Olha Cherednychenko, *Regulatory Agencies and Private Damages in the EU: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Yearbook of European Law, Volume 40, 2021, p. 150. Análise voltada aos Estados-membros da União Europeia.

<sup>96</sup> Seção 404 do *Financial Services and Markets Act 2000*.

<sup>97</sup> Seção 404, parágrafo 1º, do *Financial Services and Markets Act 2000*.

<sup>98</sup> Seção 404, parágrafos 5º a 7º, do *Financial Services and Markets Act 2000*.

<sup>99</sup> Seção 308 do *Sarbanes-Oxley Act*. Acerca da discussão entre a natureza indenizatória ou punitiva do fundo de restituição, veja-se Don Carillo, *Disgorgement Plans Under the Fair Funds Provision of the Sarbanes-Oxley Act of 2002: Are Creditors and Investors Truly Being Protected?*, 2008, pp. 322-329, e Donna Nagy, *The Statutory Authority for Court-Ordered Disgorgement in SEC Enforcement Actions*, SMU Law Review, Volume 71, 2018, pp. 920-925.

A opção de ressarcimento mais comum e disponível a investidores consiste no ajuizamento de ações individuais ou coletivas perante o Poder Judiciário<sup>100</sup>. Além disso, alguns países optaram por atribuir competências de representação de investidores a entidades de defesa do consumidor. Este foi o caso da União Europeia, em que houve a edição de Diretiva que obriga Estados-membros a garantir que essas entidades possam ajuizar ações coletivas, especialmente em temas financeiros<sup>101</sup>.

Nos Estados Unidos, a SEC, em ações federais ajuizadas em face de entidades que infringiram a legislação de mercado de capitais, pode requerer ao juízo a nomeação de interventor responsável por recuperar e gerir ativos e recursos financeiros que sejam produto da infração. Posteriormente, o juízo pode determinar sua distribuição aos investidores lesados<sup>102</sup>. Alternativamente, a SEC também pode ordenar a separação dos recursos através de ação judicial ou de acordo com o agente infrator - recursos esses que comporão um fundo de restituição em favor das vítimas<sup>103</sup>.

Em conclusão, os mecanismos de ressarcimento de prejuízos para investidores variam significativamente entre os países, oferecendo diferentes níveis de proteção e abrangência. A distinção em quatro categorias principais permite uma análise mais detalhada das opções disponíveis: esquemas de ressarcimento em caso de insolvência, reparação via autorregulação, reparação via regulador/supervisor e ações judiciais.

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

**Resposta:** Sim, existem outras jurisdições de interesse relevante que deveriam ser abordadas para a compreensão das medidas adotadas para a mitigação dos problemas regulatórios identificados.

---

<sup>100</sup> Especialmente em países que adotaram a dicotomia entre a atuação de agências e as ações judiciais individuais, como a Alemanha, o ressarcimento compete ao Poder Judiciário. Nesse sentido, veja-se Olha Cherednychenko, *Regulatory Agencies and Private Damages in the EU: Bridging the Gap between Theory and Practice*, Yearbook of European Law, Volume 40, 2021, pp. 153-154.

<sup>101</sup> Recital 13, e Artigo 4º, p. 1º e 2º, da Diretiva 2020/1828/EU.

<sup>102</sup> Securities and Exchange Commission, *Investor Bulletin: How Victims of Securities Law Violations May Recover Money*, 2018. Disponível em: [https://www.sec.gov/resources-for-investors/investor-alerts-bulletins/ib\\_recovermoney](https://www.sec.gov/resources-for-investors/investor-alerts-bulletins/ib_recovermoney).

<sup>103</sup> Seção 308 do *Sarbanes-Oxley Act*.

O estudo da OW analisou 14 jurisdições incluindo determinados países não abarcados pelo AIR, como África do Sul, Canadá, Coreia do Sul, China, Japão, Arábia Saudita, Taiwan e Emirados Árabes Unidos, sendo que em apenas 2 delas (Brasil e Índia) a internalização é vedada.

Essas jurisdições são relevantes porque apresentam diferentes abordagens regulatórias e práticas de mercado que podem oferecer perspectivas valiosas para a mitigação dos problemas identificados.

No presente item, destacamos os ordenamentos jurídicos de Hong Kong e Reino Unido como objetos de estudo mais detalhado. De forma sumariada, Hong Kong permite transações fora do ambiente de bolsa e a constituição de *pools* alternativos de liquidez, com uma prática de internalização de ordens testada e calibrada ao longo de 20 anos.

O mercado de capitais de Hong Kong é regulado pela *Securities and Futures Commission* (“SFC”), que autoriza a internalização de ordens e a execução de operações fora da Bolsa de Valores de Hong Kong (“SEHK”). A disciplina geral do mercado de capitais de Hong Kong está no *Securities and Futures Ordinance* (“SFO”) e no *Code of Conduct for Persons Licensed by or Registered with the SFC*, que define e regula as “*off-exchange trades*” e as *Alternative Liquidity Pools* (“ALPs”). As ALPs devem ser autorizadas pela SFC e estão sujeitas a regras de melhor execução, garantindo transparência e proteção aos investidores.

Tais regras delineiam bons parâmetros que podem ser adaptados para um potencial modelo brasileiro, incluindo (i) tratamento de questões de priorização de execução de ordens de clientes, (ii) fornecimento de informação sobre a forma pela qual a ALP opera, (iii) regra de que a entidade operadora da ALP deve permitir que os usuários façam *opt-out* da colocação/cruzamento de suas ordens, além de (iv) regras gerais de melhor execução (“*best execution*”).

Já o Reino Unido possui um mercado de capitais tradicional, com regras inspiradas no sistema jurídico europeu, mas adaptadas pelo *Financial Services and Markets Act 2023* (“FSMA 2023”). As principais normas são a UK MiFIR e a UK MiFID, que definem os *Systematic Internalisers* e estabelecem critérios para a internalização de ordens.

A *Financial Conduct Authority* (FCA) monitora e regula esses agentes, permitindo a internalização de operações com derivativos, ações e outros ativos.

As regras de transparência no Reino Unido foram adaptadas para conferir maior discricionariedade à FCA, permitindo suspensões e dispensas de obrigações de divulgação em certos casos. Além disso, as regras sobre colocação de ofertas públicas por internalizadores de ordens foram flexibilizadas, permitindo que a FCA determine critérios aceitáveis para essas cotações. Essas adaptações tornam o sistema britânico de internalização de ordens mais liberal e flexível em comparação com o europeu. Tal fator permite uma adaptação mais ágil às mudanças do mercado, promovendo um ambiente mais competitivo e inovador. Essa abordagem pode servir como um modelo para o Brasil, onde a implementação de práticas semelhantes poderia melhorar a eficiência do mercado e atrair uma maior diversidade de participantes, beneficiando tanto investidores quanto intermediários.

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

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

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

Para responder à pergunta sobre os objetivos regulatórios que a CVM deve perseguir em relação à regulação do tema, é essencial considerar uma abordagem equilibrada e abrangente.

**Objetivos Finalísticos:** Primeiramente, é importante definir claramente os objetivos finalísticos da regulação, que são aqueles que visam ao resultado final desejado. Observamos a adoção da internalização em alguma modalidade na vasta maioria de jurisdições analisadas, conforme destacado no Relatório OW. No Brasil, o mercado de capitais se desenvolveu timidamente em comparação com outros mercados globais. Portanto, um dos objetivos finalísticos da regulação deve ser permitir a internalização, visando a criar um mercado mais robusto e competitivo para o desenvolvimento do mercado de capitais. Entendemos que tais objetivos se coadunam com o disposto no art. 4º da Lei nº 6.385/76. Com destaque àqueles previstos nos incisos I a III do referido artigo:

*“I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;*

*II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;*

*III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;”*

A promoção de um mercado de capitais eficiente é um objetivo regulatório central da carta de princípios da IOSCO<sup>104</sup>. Aliás, medidas regulatórias tendentes à redução de custos (como a internalização) são essenciais para fomentar negócios e aumentar a liquidez do mercado. Por isso, o sistema jurídico deve ser capaz de reduzir custos de negociação e oferecer liquidez ao mercado, estimulando o que se chamou “círculo virtuoso” da regulação do mercado de capitais<sup>105</sup>.

**Objetivos-Meio:** Além disso, os objetivos-meio representam os passos intermediários necessários para alcançar os objetivos finalísticos. Conforme disposto ao longo da presente manifestação, os objetivos-meio passam por uma mudança no modelo brasileiro, que culminaria em:

I - aumento do leque de opções para investidores;

II - estímulo da competição entre ambientes de negociação;

III - aprimoramento das métricas de mercado de capitais, como liquidez, do custo global de execução de ordens e de custos de transação de modo geral;

IV - fomento à liquidez nos mercados; e

V - flexibilização de prazos de liquidação (em modelos de *self-clearing*)

A busca pelos objetivos acima listados favoreceria a consecução dos objetivos indiretos, de caráter mais geral, relacionados ao funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários e de seus agentes, bem como ao estímulo à aplicação da poupança nesses ativos.

Adicionalmente, a regulação deve ter sempre como objetivo a melhor execução dos negócios internalizados. A incidência de deveres de melhor execução, conforme critérios sugeridos neste documento (inclusive em nossa Síntese da Proposta) confere confiança suficiente ao sistema de internalização.

Afinal, como detalhado no item B.1., a internalização de ordens pode acarretar benefícios de diversas ordens aos investidores, que incluem a redução de custos e prazos de liquidação.

---

<sup>104</sup> IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation - May 2017.

<sup>105</sup> Nicholas L. Georgakopoulos. The Logic of Securities Law. Cambridge University Press. 2018. pp. 144 - 146.

Dados quantitativos e qualitativos acerca desse tópico constam dos levantamentos realizados pelas consultorias Accenture e OW.

**Objetivos-Conflitantes:** Ao considerar o balanço entre objetivos conflitantes, a CVM deve avaliar cuidadosamente quais objetivos podem ser ajustados sem comprometer a eficácia regulatória. No entanto, certos objetivos, como a proteção dos investidores e a integridade do mercado, não podem ser sacrificados em função deste balanço, pois são fundamentais para a confiança no sistema financeiro.

Havendo objetivos diretos/imediatos conflitantes, a autoridade regulatória poderá realizar um balanço na elaboração das suas regras, reservando as proibições apenas para os casos em que não haja alternativa de mitigação de conflitos por meio de salvaguardas de governança, ou ainda, avaliar os potenciais efeitos a partir de uma gradual evolução, na linha do que foi realizado no âmbito da implementação do mecanismo de RLP.

Nesse sentido, um exemplo seria a necessidade de se impor patrimônio regulatório mínimo aos internalizadores e uma estrutura sólida de *compliance*, proporcional aos riscos gerados pela introdução da atividade de internalização de ordens.

Nesse balanço, o regime de autorização de entidades internalizadoras de ordens e os requisitos mínimos de *compliance* devem ser sopesados pela CVM, de modo a se buscar um equilíbrio entre o ônus regulatório adicional aos agentes que decidam perseguir a atividade de internalizadores, preservando a possibilidade de redução dos custos de negociação. A regulação deve ser proporcional, sem imposição de ônus injustificados sobre os agentes, os quais poderiam inibir o crescimento e desenvolvimento do mercado de capitais<sup>106</sup>.

Dito isso, cumpre destacar que, a nosso ver, a maior parte dos objetivos regulatórios associados à implementação da internalização no mercado brasileiro de modo gradual e seguro não leva a um conflito real. Por exemplo, não existe conflito entre o objetivo de fomento da eficiência do mercado por meio da internalização de ordens e a transparência das operações. Afinal, a internalização não se equipara à ausência de transparência, como antes demonstrado.

---

<sup>106</sup> IOSCO. Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation - May 2017: “Regulation of securities and derivatives markets is necessary for the achievement of the three IOSCO core objectives. Nevertheless, inappropriate regulation can impose an unjustified burden on markets and inhibit market growth and development. Implicit throughout this Methodology is the belief that regulation should facilitate capital formation and economic growth. In the context of regulation, there should also be recognition of the benefits of competition in the marketplace.” (p. 12) “In the formulation of policy, the regulator should have regard to the cost of compliance with the regulation.” (p. 33)

Nesse sentido, esta manifestação sugeriu o estabelecimento de um ambiente de internalização com hipóteses de transparência, com exceções delimitadas pela regulação da CVM e baseadas no perfil de investidores, tipos de ordens e negócios aplicáveis. Mais ainda, sugeriu-se a transparência recíproca entre internalizadores e outros mercados organizados, conforme detalhado na Síntese da Proposta, subitem “Ambiente de Negociação, Transparência e Consolidação”.

Outro exemplo é o modelo em que internalizadores atuam como contrapartes de negócios de seus clientes. Essa atuação não implica necessariamente um conflito entre os objetivos de (a) impedir conflitos de interesse na realização de negócios; e (b) fomentar a liquidez do mercado. Conflitos de interesse podem ser geridos por regras de segregação de atividades, por regras de governança e pela indicação de diretor responsável pelo cumprimento de normas sobre internalização, impedindo-se o acúmulo de funções conflitantes. Nesse sentido, entende-se que a autorregulação terá um papel fundamental para, em consonância com os participantes, parametrizar a atuação dos agentes nessa atividade. Assim como é feita uma construção de forma recíproca entre autorregulador e intermediário (como por exemplo, no caso de falsos positivos), essa interação será fundamental para uma implementação de controles efetivos na atividade de internalização.

Além disso, a atuação do internalizador como contraparte é uma forma de viabilizar a melhor execução de ordens, no interesse dos clientes. Atuando como provedor de liquidez, o internalizador torna possível a realização de certos negócios que, de outro modo, não ocorreriam. E o faz oferecendo as melhores condições disponíveis ao cliente, de acordo com o seu perfil e as suas necessidades.

O fomento da liquidez é também uma maneira de facilitar o financiamento a futuros empreendimentos e tornar o mercado como um todo mais atrativo a investidores, inclusive com potencial de atrair mais investidores estrangeiros ao aproximar a prática brasileira dos parâmetros internacionais<sup>107</sup>. Assim, a provisão de liquidez por internalizadores serve simultaneamente à melhor execução de ordens e ao fomento da aplicação no mercado de valores mobiliários.

**Objetivos-Imponderáveis:** Certos objetivos da regulação devem ser perseguidos sem maiores ponderações ou balanços. Eles são justamente aqueles objetivos finalísticos indicados no início desta resposta, com base nos incisos I a III do art. 4º da Lei nº 6.385/1976. Objetivos que podem ser assim simplificados: promover o funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais

---

<sup>107</sup> Nicholas L. Georgakopoulos. The Logic of Securities Law. Cambridge University Press. 2018. pp. 146 - 147.

e de seus agentes.

Assim como a prestação de informações aos investidores é outro objetivo indispensável da regulação, ou seja, a prestação de informações sobre o modelo de internalização, políticas de transparência aplicáveis a essas operações e os respectivos riscos. A regulação deve conferir ambiente no qual o investidor seja capaz de realizar escolhas conscientes e bem-informadas sobre as alternativas para a conclusão da alocação de seus investimentos. A internalização é, portanto, compatível com os objetivos previstos no art. 4º da Lei nº 6.385/76.

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

Para enfrentar o problema regulatório identificado, é essencial considerar diversas alternativas e seus respectivos impactos, especialmente no que tange às microempresas e empresas de pequeno porte. Conforme estudo da Accenture, modelos de negociação que permitam algum grau de internalização de ordens são especialmente benéficos para empresas de médio e pequeno porte (*mid e small caps*), que geralmente apresentam menor liquidez. Além de redução de custos de transação, há um aumento da liquidez deste tipo de ativo, dado que ordens tendem a movimentar o mercado de forma mais intensa ou deflagrar estratégias particulares. Há também uma diminuição da volatilidade, o que propicia um ambiente mais favorável para a negociação de ações emitidas por essas empresas<sup>108</sup>.

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

**Resposta:** Os problemas regulatórios mencionados na seção II são: (a) seleção adversa, com tendência a investidores de varejo se concentrarem em estruturas internalizadas, deixando *spreads* mais abertos para o mercado de bolsa, (b) uso pelos internalizadores de informações dos mercados organizados sem contraprestação suficiente e (c) custos de transação inferiores nas estruturas internalizadas.

---

<sup>108</sup> Anexo II, item 6 (p. 117) e item 7.2 (p. 140).

Em relação a (c), não existe propriamente desvantagem, mas sim potencial benefício de redução de custo em favor dos aderentes à internalização<sup>109</sup>. Internalização que, aliás, como ressaltamos no quesito B.1. acima, já ocorre em relação aos chamados negócios diretos, só que com ineficientes custos de curso no ambiente de bolsa. Deve, portanto, ser elemento excluído da análise que empreenderemos.

Em relação ao item (a), ponderamos que o inconveniente se baseia em pressuposto não diretamente verificável; afinal, nada impede que investidores profissionais e qualificados tenham suas ordens internalizadas. E, por outro lado, mesmo que não as internalizassem, seria incorreto afirmar que seus *spreads* em bolsa/balcão seriam necessariamente mais abertos do que os de ordens de varejo, como já demonstramos na resposta ao item B.1. acima, inclusive com dados numéricos.

E em relação ao item (b), a disponibilização de informações entre mercados de bolsa/balcão e internalizados, segundo nossa proposta, seria mútua, de forma que clientes acessando mercados de bolsa/balcão pudessem visualizar (antes da negociação) as cotações dos mercados internalizados, e vice-versa. Salvo nos casos em que a publicidade de informações sobre ofertas para interferência de terceiros fosse nociva para a melhor execução das ordens, tal como ocorre nos diversos casos já exemplificados (grandes lotes, operações estruturadas, *request for quote*, operações com ativos ilíquidos etc.). Com isso, não se aplicaria a preocupação de que *bens públicos* dos mercados de bolsa e balcão estariam sendo usados sem suficiente contraprestação pelos mercados internalizados. Além disso, a internalização de custos por parte dos participantes foi assegurada nas duas alternativas sugeridas na resposta ao item B.3., além de considerar as contribuições dos internalizadores, conforme descrito acima.

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

**Resposta:** Nos termos do AIR Parcial<sup>110</sup>, os participantes afetados seriam os seguintes: CVM, administradoras de mercados organizados, entidade autorreguladora, depositárias centrais, prestadores de serviços de compensação e liquidação de operações, emissores de valores mobiliários, investidores e intermediários.

---

<sup>109</sup> Nos termos do AIR, “Dessa maneira, pode ser parte do processo competitivo mais generalizado o oferecimento de operações internalizadas por algumas entidades, uma vez que elas podem ser mais atrativas ao investidor da perspectiva operacional de custos de transação” (p. 62).

<sup>110</sup> AIR Parcial, cit., p. 81.

## **CVM**

A internalização de ordens contribui para a concretização de dois dos principais objetivos da CVM: a *expansão e o funcionamento eficiente do mercado de ações* e o *funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão*, conforme dispõe o artigo 4º, incisos II e III, da Lei nº 6.385/1976.

A expansão do mercado de capitais é viabilizada através da negociação simultânea desses valores mobiliários nos ambientes de negociação de bolsa e ambientes internalizados de balcão organizado. Mais ainda, tal expansão decorrerá da ampliação do leque de opções do investidor, que optará por transmitir suas ordens ao mercado de bolsa ou aos mercados de balcão organizado, administrados pelos seus respectivos agentes internalizadores.

Quanto à eficiência, a internalização aumentará a concorrência no setor de negociação, o que tende a demandar de todos os participantes desses setores uma redução nos custos incorridos pelo investidor e incremento na qualidade do serviço prestado, como ocorreu em outros países<sup>111</sup>. Assim, a estrutura do mercado condicionará os seus participantes a operar de forma cada vez mais eficiente, contribuindo para o aumento geral de eficiência nos mercados de bolsa e de balcão.

Considerando o modelo de engajamento de entidade autorreguladora, cujos custos serão absorvidos pelos participantes, também haverá aumento de eficiência na utilização de recursos da Administração Pública, o que concretiza princípio previsto no artigo 37 da Constituição Federal. Neste formato, a entidade autorreguladora atuará em conjunto com a CVM na fiscalização e supervisão dessa nova espécie de mercado de balcão organizado, como forma de reduzir o dispêndio de recursos públicos.

### **Administradoras de mercados organizados**

Atualmente, o mercado brasileiro possui quatro administradoras de mercado organizado, sendo que apenas uma é autorizada a administrar mercado de bolsa<sup>112</sup>. Com a permissão da internalização de ordens e da negociação simultânea de valores mobiliários, esse grupo

---

<sup>111</sup> Desde 2009, a Bolsa de Valores de Varsóvia reduziu a taxa cobrada de fornecedores para acesso a dados em tempo real de investidores em varejo em quase 40%. Para a relação entre redução de custos de bolsas de valores e o desenvolvimento de plataformas de negociação concorrentes, veja-se Alissa Koldertsova e Hans Christiansen, *The Role of Stock Exchanges in Corporate Governance*, OECD Journal: Financial Market Trends, 2009, p. 229. A p. 236 trata do exemplo da Bolsa de Varsóvia.

<sup>112</sup> AIR Parcial, cit., p. 81.

dominante precisará se adequar ao contexto de maior concorrência, o que tende a estimular a competição por aumento de qualidade na prestação de serviços e/ou redução dos custos.

Já as demais administradoras de mercado organizado e os grupos econômicos que pretendam atuar como internalizadores de ordens serão bastante beneficiados, pois o regime jurídico e regulatório da internalização aqui proposto é compatível com o risco dessa atividade, especialmente as regras de conflito de interesses e de compatibilidade de recursos financeiros com a atividade. Além disso, os novos participantes poderão utilizar as infraestruturas de mercado que pertencem ao grupo econômico dominante, conforme normas que regem o direito da concorrência.

### **Entidades autorreguladoras**

A proposta de enquadramento da internalização de ordens como espécie de mercado de balcão organizado permite a aplicação à internalização de ordens do regime jurídico da autorregulação dos mercados de bolsa e de balcão organizado, conforme atualmente previsto no artigo 17 da Lei nº 6.385/1976 e na RCV 135.

Dessa forma, as entidades autorreguladoras poderão exercer as atividades de autorregulação conforme modelos atualmente previstos no artigo 48 da RCV 135, além de administrar mecanismos de ressarcimento de prejuízos e auxiliar no repositório de informações relativas ao cumprimento dos deveres de melhor execução e mensuração da qualidade da execução de ordens.

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

Arranjo de mercado igualmente concentrado é identificado nos setores responsáveis por etapas relevantes de processo de pós-negociação. A única prestadora de serviços de compensação e liquidação pertence ao grupo econômico dominante do mercado de valores mobiliários. Tal grupo também controla uma depositária central, a única que atua no mercado de ações<sup>113</sup>. Um fator passível de aprimoramento na eficiência de infraestruturas de mercado consiste na concorrência setorial.

A permissão à internalização dessas atividades estimulará grupos econômicos a desenvolverem modelos de negócio viáveis que não apenas fomentem a concorrência, mas também melhorem as condições e o serviço prestado aos investidores e demais participantes do mercado.

---

<sup>113</sup> AIR Parcial, cit., pp. 81-82.

## **Investidores e emissores**

Investidores serão largamente beneficiados pela alteração regulatória aqui proposta. A internalização ampliará seu leque de opções para negociação de suas ordens, garantida a melhora de custo global no valor de um centavo no caso de investidores de varejo e a customização de diferentes ambientes de internalização de ordens ao perfil de ordens e liquidez de valores mobiliários. Mais ainda, a internalização é alternativa para execução de transações que não seriam executadas conforme a lógica de leilão contínuo peculiar ao mercado de bolsa, atualmente viabilizadas pelo negócio direto.

Além disso, caso se opte pela adoção dos modelos de *self-clearing*, espera-se economia relevante de custos e de prazo de liquidação das negociações. Desse modo, a internalização viabilizará redução de custos ao investidor através de quatro mecanismos principais: (i) melhora de preço via dever de melhor execução, no caso de investidores de varejo; (ii) alternativa aos negócios diretos, que atualmente exigem curso no mercado de bolsa; (iii) economia de custos e redução de prazos, caso haja a internalização de atividades de liquidação; e (iv) concorrência nos mercados de negociação e liquidação, tema já discutido nas seções acima.

A proposta sugerida também busca abordar a preocupação de que, uma vez que as negociações sejam executadas no ambiente do agente internalizador, essas estarão sujeitas às mesmas regras aplicáveis ao ambiente de bolsa, incluindo o regime especial de tributação de IR de investidores não residentes ou domiciliados no exterior e fundos de investimento.

Além dos custos e do regime tributário uniforme, a internalização proverá liquidez ao mercado sem alterar o processo de formação de preços. Desse modo, aumentará a probabilidade de execução das ordens dos investidores, elemento igualmente benéfico aos emissores, visto que o mercado de ações se torna mais atrativo a potenciais investidores.

Desta forma, os emissores também se beneficiarão das alternativas e da liquidez agregada que, espera-se, sejam resultantes da permissão da internalização de ordens, como pode ser verificado a partir dos dados da Accenture que demonstram especial benefício para *mid* e *small caps*<sup>114</sup>.

## **Intermediários**

---

<sup>114</sup> Anexo II, item 6 (p. 117) e item 7.2 (pp. 141-142).

Ao lado dos investidores e da CVM, os intermediários também serão favorecidos com a implementação da internalização de ordens, na medida em que esse modelo permitirá aos intermediários fomentar o acesso ao mercado, a partir do lançamento de novos produtos e serviços aos investidores, além de expandir seu escopo de atuação, conforme ressaltamos na introdução da presente manifestação. Aqueles que decidam realizar os investimentos para atuação na qualidade de internalizador poderão administrar mercado de balcão organizado, prestando serviço de qualidade aos investidores, e as corretoras e distribuidores de valores mobiliários de médio e pequeno portes terão acesso a mais de uma opção de ambiente de negociação para enviar as ordens de seus clientes. Há ainda a possibilidade de benefícios indiretos aos intermediários que repassem seus fluxos de ordens para outros que atuem como internalizadores. Assim, elas poderão avaliar o ambiente que oferta as melhores condições para a realização da negociação, com o objetivo de cumprir seu dever de melhor de execução, sem prejuízo de eventual pagamento pelo fluxo de ordens a ser realizado pelo agente internalizador.

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

**Resposta:** As alterações necessárias nos dispositivos da regulamentação em vigor foram incluídas na resposta abaixo.

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

**Resposta:** Sugere-se a permissão à internalização de ordens por meio de regulação principiológica, criando a figura dos “internalizadores de ordens” como espécie de mercado de balcão organizado em Resolução específica. Esse normativo incluiria as seguintes alterações regulatórias:

<b>Alteração</b>	<b>Fundamentação</b>
Acréscimo de parágrafo no artigo 9º da RCVM 135, com a seguinte redação: <i>Os mercados de balcão organizados podem</i>	Como discutido no quesito B.2., a plataforma de internalização consiste em espécie de mercado de balcão organizado, que é administrado por

<p><i>ser estruturados, mantidos e fiscalizados por internalizador de ordens, cujo regime jurídico nos termos desta Resolução será idêntico àquele das entidades administradoras de balcão organizado, aplicando-se também o disposto na Seção IV do Capítulo VIII desta Resolução.</i></p>	<p>internalizador de ordens. Além disso, sugere-se a criação de um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, conforme exposto no quesito 3 abaixo.</p>
<p>Alteração do artigo 28, II da RCVM 135, com a seguinte redação: <i>Art. 28. O estatuto social da entidade administradora de mercado organizado deve estabelecer as regras relativas à composição e ao funcionamento do conselho de administração, observado o seguinte: [...]</i></p> <p><i>II – o mesmo participante ou entidade, assim como o conglomerado ou grupo a que pertençam, não pode manter vínculo com mais de um membro do conselho de administração, exceto no caso de internalização de ordens.</i></p>	<p>Como na internalização de ordens administrador do mercado de balcão organizado internalizado e participante são a mesma entidade, necessariamente todos os conselheiros do administrador serão também conselheiros do participante, não tendo sentido a regra na forma original. A exceção poderia ser compensada com (a) imposição de requisitos de segregação de atividades do internalizador de ordens de outras atividades de intermediação considerada conflitantes e (b) imputação de responsabilidade pessoal a diretor responsável pela administração do ambiente de internalização de ordens, o qual não poderia exercer outra atividade no intermediário que conflitasse com suas responsabilidades pelo cumprimento das normas referentes à internalização de ordens.</p>
<p>Exclusão do parágrafo único do artigo 90 da RCVM 135, cuja redação é a seguinte: <i>Parágrafo único. Exceto nas hipóteses previstas no art. 95, é vedada a negociação simultânea em mercados de bolsa e de balcão organizado de ações e outros valores mobiliários representativos de ações.</i></p>	<p>Eliminar barreira à competição entre infraestruturas de mercado. A vedação atual não traz benefício a investidores e é aparentemente incompatível com a permissão de oferta direta em bolsa.</p>
<p>Acréscimo de parágrafo único ao artigo 94 da RCVM 135, com a seguinte redação: <i>Parágrafo único. Operações feitas por internalizadores de ordens ocorrem em</i></p>	<p>Eliminar qualquer interpretação divergente sobre proibição da internalização.</p>

<p><i>mercado de balcão organizado e não se sujeitam à proibição do <b>caput</b>.</i></p>	
<p>Acréscimo no artigo 124 da RCV 135 de menção a internalização de ordens: <i>Art. 124. As entidades administradoras de mercado organizado de bolsa e de mercado de balcão organizado funcionando como internalizador de ordens devem manter um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, com a finalidade exclusiva de assegurar aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes da ação ou omissão de seus participantes ou de administradores, empregados ou prepostos de seus participantes, em relação à intermediação de operações realizadas em mercado organizado de bolsa ou ao serviço de custódia de valores mobiliários.</i></p>	<p>Dada a novidade da internalização, sugere-se a criação de um mecanismo de ressarcimento de prejuízos, conforme exposto no item 4 abaixo.</p>
<p>Alteração do artigo 142, parágrafo único da RCV 135, de forma a excluir obrigatoriedade de contraparte central em caso de interposição de formador de mercado: <i>Art. 142. O mercado de balcão organizado pode operar por uma ou mais das seguintes formas: I – como sistema centralizado e multilateral de negociação que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outros participantes do mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; [...]</i> Parágrafo único. As operações realizadas com a utilização das formas mencionadas</p>	<p>A menção a inciso II do caput no parágrafo único foi excluída porque a obrigatoriedade de contraparte central na hipótese de interposição de formador de mercado foi revogada pelo artigo 125 do Regulamento Anexo à Resolução BCB nº 304/2023, conforme mais pormenorizadamente demonstrado no item B.2.2. “a”.</p>

<p><i>no inciso I do caput devem necessariamente ser compensadas e liquidadas por entidade operadora de infraestrutura do mercado financeiro que assuma a posição de contraparte central.</i></p>	
<p>Alteração do artigo 152, § 1º, inciso II, letra <i>b</i> da RCVN 135, para a seguinte redação: Art. 152. As entidades administradoras de mercado de balcão organizado são dispensadas: [...] §1º. A dispensa a que se refere o inciso I do caput depende: [...] II – na hipótese do inciso VI do art. 45, da implementação, pela entidade administradora de mercado de balcão organizado, de: [...] <i>b) mecanismos de segregação entre as atividades de administração de mercado e aquelas exercidas pelo participante, que, sem prejuízo do disposto no art. 28, II, incluam, no mínimo: 1. vedação à existência de administradores, empregados e prepostos relevantes comuns à entidade administradora de mercado organizado e ao participante, <b>regra inaplicável quando internalizador de ordens e participante se confundam na mesma pessoa</b>; 2. vedação à eleição de administrador que tenha atuado como administrador, empregado, ou preposto relevante do participante há menos de 1 (um) ano do início de sua atuação junto à entidade administradora de mercados organizados, <b>regra inaplicável quando internalizador de ordens e participante se confundam na mesma pessoa</b>; e 3. vedação à contratação de prestadores de serviços relevantes que sejam sociedades</i></p>	<p>Adequar à coincidência entre intermediário e administrador do mercado. Exceção poderá ser compensada com a imposição de requisitos de segregação de atividades do internalizador de ordens e a imputação de responsabilidade pessoal a diretor responsável pela administração do ambiente de internalização de ordens. Adicionalmente, poderão ser incorporadas à internalização de ordens aquelas regras da RCVN 220 relativas à (a) adoção de normas internas para coibir o tratamento diferenciado do participante “intermediário” em relação aos demais participantes; (b) reserva de deliberações que possam ensejar conflitos de interesse aos membros independentes do Conselho de Administração; e (c) criação de comitê de supervisão de conflitos.</p>

<p><i>controladoras, controladas, coligadas ou submetidas a controle comum direto ou indireto do participante, <b>regra inaplicável quando internalizador de ordens e participante se confundam na mesma pessoa</b></i>” (...)</p>	
<p>Introdução do acréscimo em destaque no artigo 2º, § 1º, inciso III, da Resolução CVM nº 31/2021: <i>Art. 2º [...] § 1º O serviço de depósito centralizado de valores mobiliários previsto no caput compreende as seguintes atividades: [...] III – a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários pelo investidor final ou por quaisquer terceiros, fora do ambiente do depositário central, <b>exceto nos casos em que o valor mobiliário estiver depositado em nome do representante internalizador de ordens.</b></i></p>	<p>Eliminar o risco de introdução de barreiras pelo sistema de depósito que restringissem a possibilidade de internalização.</p>
<p>Alteração em negrito no artigo 2º, § 3º da Resolução CVM nº 31/2021: <i>Consideram-se investidores, para os efeitos desta Resolução, a pessoa natural ou jurídica, o fundo de investimento, o clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários, <b>ou a parte que os represente como internalizador de ordens</b>, e que, na qualidade de <b>custodiantes ou</b> clientes dos custodiantes, mantenham relação indireta com o depositário central.</i></p>	<p>Neste caso, o internalizador atuará como representante do investidor, pois apesar de existir a segregação de patrimônio de afetação no nível da depositária, os valores mobiliários estarão depositados em nome do internalizador na qualidade de representante de seus clientes. Caso o investidor prefira não correr tal risco, poderá solicitar a transferência de seu valor mobiliário da conta <i>omnibus</i> para conta individualizada em seu nome na depositária.</p>
<p>de Artigo 19-A na Resolução CVM nº 31/2021, com a seguinte redação: <b>Artigo 19-A Aplicam-se ao internalizador de</b></p>	<p>Como os valores mobiliários estarão depositados em nome do internalizador na qualidade de representante de seus clientes,</p>

<i>ordens as obrigações do depositário central previstas nesta Seção.</i>	(estrutura de <i>Prime Broker</i> ), será necessário que o internalizador preste informações a emissores e investidores.
Alteração em negrito no artigo 3º, parágrafo único, da Resolução CVM nº 32/2021: <i>Parágrafo único. Na hipótese do caput, as posições mantidas nas contas de custódia referidas na alínea “a” do inciso I, do § 2º do art. 2º devem corresponder, para os valores mobiliários objeto de depósito centralizado, àquelas mantidas pelo depositário central, exceto em caso de internalização de ordens.</i>	Eliminar interpretações divergentes sobre a possibilidade de internalizadores operarem contas em depósito centralizado, sem a necessidade de registro na depositária central das transferências de titularidade decorrentes das operações internalizadas.
Introdução do acréscimo em destaque no artigo 2º da Resolução CMN nº 5.008/2022: <i>Art. 2º As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários têm por objeto social: [...] XXI – administrar mercado de balcão organizado para internalizar ordens de negociações com títulos e valores mobiliários emitidas por seus clientes;</i>	Como discutido no quesito B.2., a plataforma de internalização consiste em espécie de mercado de balcão organizado, que é administrado pelo intermediário autorizado a internalizar ordens.

**c. Sugere-se aos manifestantes que organizem os impactos em termos de custos e benefícios monetários ou não monetários para cada categoria de participante afetado, e que avaliem também as probabilidades e riscos inerentes às alternativas. i. Na seara de custos, considera-se que a lógica de supervisão de mercado e de compliance num contexto de menores restrições à internalização de ordens seria distinta da atual, dependendo de sistemas e mão de obra especializadas para averiguar os requerimentos de melhor execução. Assim sendo, a CVM possui especial interesse acerca de detalhes sobre as necessidades de investimento dos participantes, do autorregulador e do próprio regulador para essa possibilidade de cenário.**

**Resposta:** Entendemos que os custos serão similares aos custos incorridos pelos intermediários para exercerem suas funções de *gatekeeper* de mercado, conforme estimulados pelas atividades

de regulação e autorregulação e por diversas normas, em especial as RCVMs 30, 35, 50, 62 e 178, com um incremento no que tange, em especial, ao cumprimento dos deveres de melhor execução.

Nesse sentido, seria razoável assumir que os intermediários poderiam compartilhar custos que não excederiam os custos atualmente incorridos pela BSM Supervisão de Mercados para centralizar determinadas informações relacionadas ao combate às práticas abusivas e ao cumprimento do dever de melhor execução de ordens.

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

**Resposta:** Infelizmente não há informação disponível para mensuração do custo regulatório no padrão da OCDE. Podemos afirmar, com razoável segurança, que os custos de regulação serão mitigados com o aproveitamento do regime jurídico de autorregulação, além da implementação de potenciais tecnologias e investimentos dos próprios participantes que podem aprimorar o monitoramento deste tipo de prática.

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

**Resposta:** Para mensuração de eventuais impactos regulatórios das alternativas, sugere-se considerar os aspectos elencados nos Relatórios da Accenture e da OW (Anexos II e IV), além de serem considerados os pontos abordados na Síntese da Proposta para um diagnóstico amplo do tema. Indicadores relevantes podem incluir métricas de aceitação do mercado, eficiência de execução, custos operacionais e impactos na liquidez. Outros aspectos também podem ser desenvolvidos considerando especificidades do modelo a ser adotado para uma análise mais abrangente e precisa.

#### **4. “SÍNTESE DA PROPOSTA”**

Os elementos coligidos para os estudos acima nos permitem elaborar proposta holística de solução ideal para a internalização de ordens, cujos elementos vão explicitados e justificados abaixo. As características estruturais da forma ideal de internalização serão apresentadas

separadas em títulos, cada um deles seguidos da pertinente justificação.

### **Público-Alvo**

**Descrição:** O público cujas ordens devem ser internalizadas abrangeria tanto clientes de varejo como investidores profissionais.

**Justificação:** A internalização, para atingir sua perfeita funcionalidade, precisa abranger exatamente os mesmos investidores que os mercados organizados, com as salvaguardas necessárias (incluindo, mas não se limitando, eventual limite de volume) sob pena de se obter experiência insuficiente e distorcida. Quanto maior liquidez e eficácia tiver o mercado internalizado, inclusive pela presença de agentes mais estruturados, maior a satisfação dos investidores. Note-se que essa forma ampla de operar evitaria a seleção adversa de investidores de varejo apenas, dispostos a menores *spreads*, levantada pela CVM no AIR Parcial<sup>115</sup>. O problema regulatório da seleção adversa foi desenvolvido na seção B.1.1.viii).

### **Melhor Execução**

**Descrição:** Manter o regime jurídico atual, lembrando que a melhor execução para investidor de varejo seria exigida e definida com base na regra atual de custo global de execução das ordens (preço do ativo mais custo). Haverá a possibilidade ainda de potencial flexibilização do fracionamento do *tick size*<sup>116</sup> em ambientes internalizados e mais flexíveis, podendo, nesse sentido, possibilitar uma melhoria do preço, conforme modelo norte-americano. Para investidores profissionais, aplica-se a regra atual sem qualquer adição.

**Justificação:** Para investidores de varejo, trata-se da melhor escolha para sistema que se inicia, que evita ações judiciais e administrativas, atendendo desde logo à regra do artigo 20, § 1º da RCV 35, nos termos da qual o custo global da transação deve ser o critério relevante para fins de cumprimento de dever de melhor execução por parte do intermediário.

### **Modelo de Negociação**

---

<sup>115</sup> Temos discordância em relação à configuração desse efeito adverso, mesmo que apenas investidores de varejo fossem selecionados para a internalização, conforme destacado nos itens B.1, 1 (i) e B.7 acima.

<sup>116</sup> Vale lembrar que conforme consta nas pp. 35 e 36 do AIR Parcial, a CVM propôs o fracionamento do *tick size*, mas a B3 argumentou que o eventual benefício aos investidores não seria compatível com o custo para implantar: “O Colegiado concluiu que a segunda fase experimental da oferta RLP seria ideal para testar o comportamento de investidores e intermediários **mediante o fracionamento do “tick-size” exclusivamente para permitir a melhoria de preços para o investidor mesmo diante de spreads fechados** (...) posicionamento da B3 de que os benefícios do fracionamento do “tick-size” não seriam condizentes com os custos e esforços necessários para sua implementação”.

**Descrição:** O modelo de negociação a ser adotado abrangeria tanto o encontro de ordens de partes distintas como também o encontro de ordem de cliente com a do internalizador, na qualidade de contraparte provedora de liquidez.

**Justificação:** Para que a internalização seja bem-sucedida, desde o início de sua prática, deve existir a possibilidade de que o internalizador confira liquidez aos títulos negociados. Como acima demonstrado, isso resultará em vantagens aos investidores, até porque o dever de melhor execução continua aplicável nos moldes atuais. Portanto, seja negociando com outros investidores como contraparte final, seja tendo por contraparte o internalizador, os investidores (a) terão sempre melhores condições do que as que seriam ofertadas pelo livro central de bolsa ou (b) o negócio não será fechado.

### **Considerações sobre Aluguel de Ativos de Renda Variável**

**Descrição:** Atualmente, a administradora do mercado de bolsa também impõe curso da operação no caso do empréstimo de ativos. Esta operação consiste no mútuo do ativo por parte do mutuante-investidor ao mutuário-investidor mediante contraprestação pecuniária.

**Justificação:** Observamos que haveria benefício de alteração deste modelo, visto que a câmara necessariamente atua como contraparte central de ambas as partes da operação de empréstimo. Esses fatores resultam na imposição de tarifas de negociação e pós-negociação devidas à entidade administradora desse mercado organizado, além de outras obrigações operacionais, como horário limite para efetivação de registro de operações, em detrimento de outras alternativas que poderiam inclusive atender de melhor forma os interesses dos investidores. Assim, a necessidade de registro e a interposição de contraparte central na hipótese de empréstimo de ativos, das quais decorrem gastos, apresentam já forte disfunção concorrencial, visto que incidem em proibições específicas do artigo 36, § 3º, da Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011 (Lei de Abuso do Poder Econômico).

O aluguel de ações desempenha um papel crucial no mercado brasileiro, contribuindo significativamente para a liquidez ao permitir que investidores temporariamente transfiram seus ativos para outros participantes do mercado. Esse mecanismo facilita a execução de estratégias de arbitragem e de venda a descoberto, aumentando a eficiência e a profundidade do mercado. Adotar um modelo mais flexível de aluguel de ações, sem a necessidade de uma contraparte central, poderia alinhar o Brasil com as práticas internacionais, proporcionando maior agilidade e reduzindo custos operacionais. Essa flexibilidade permitiria uma adaptação mais rápida às

condições de mercado, incentivando a participação de um maior número de investidores e, consequentemente, melhorando a liquidez e a estabilidade do mercado de capitais brasileiro.

### **Ambiente de Negociação, Transparência e Consolidação**

**Descrição:** Potencial dos internalizadores de contribuição para a formação de preço. Regras de transparência pré-negociação, quando for o caso, e pós negociação seriam adequadas aos diferentes perfis de negociação e de investidores e sujeitas à aprovação da CVM. A transparência seria recíproca entre internalizadores e outros mercado organizados.

Não haveria consolidador profissional obrigatório como existe nos mercados maduros abordados no AIR Parcial, ao menos na fase inicial<sup>117</sup>. Devem em nosso entender ser abertas exceções quanto à transparência de ofertas anterior ao negócio em situações em que a transparência de ofertas para permitir interferência de terceiros na modalidade de leilão puder prejudicar a melhor execução das ordens, tal como ocorre nos casos de operações com ativos ilíquidos, operações com grandes lotes, e operações estruturadas, a exemplo do que ocorre no Canadá e União Europeia<sup>118</sup>. A transparência guardaria como característica básica sua reciprocidade entre internalizadores e outros mercados organizados: não apenas os internalizadores e seus clientes teriam acesso às informações de preço, sendo a transparência estabelecida de acordo com o modelo de internalização aplicável.

A CVM e a estrutura de autorregulação poderão fiscalizar e supervisionar os resultados dos diferentes modelos de internalização conforme indicadores de qualidade de execução de ordens, em modelo similar ao existente nos EUA, conforme *Rules* 605 e 606.

**Justificação:** Trata-se de medida convergente com *benchmarks* internacionais, permitindo flexibilidade e alternativas para garantir melhor execução de ordens para investidores de acordo com as características de liquidez do valor mobiliário e tipos de negócio - e sempre seguindo regras claras para os investidores e emissores, bem como práticas auditáveis. A proposta também é adequada a procedimento inovador de negociação como a internalização, em que dúvidas sobre lisura e transparência devem ser de todo debeladas.

Sobre a ausência de consolidador, seria medida adequada até o amadurecimento do sistema, permitindo inclusive à CVM a concentração da fiscalização nas próprias operações dos

---

<sup>117</sup> AIR Parcial, cit., p. 141 e 142.

<sup>118</sup> AIR Parcial, cit., p. 110 e 132.

internalizadores, sem restringir a possibilidade de tal figura advir de solução de mercado. Caso se opte pelo modelo de convenção entre intermediários, é possível que algum agente de mercado se interesse por exercer a função e se integrar a plataformas padronizadas entre participantes.

### **Ativos não suscetíveis de internalização**

**Descrição:** Não seriam necessárias exceções para excluir ativos cuja negociação não possa ser internalizada. Os ativos internalizados seriam aprovados pela CVM (artigo 87 e Anexo II da RCVM 135).

**Justificação:** As regras de melhor execução, autorregulação, MRP e de transparência recíproca entre internalizadores e outros mercados organizados formam arcabouço de segurança robusto que protege os investidores que terão suas ordens executadas em mercados internalizados, tornando desnecessárias restrições qualitativas de valores mobiliários admitidos. Note-se nessa seara que a CVM tem, por lei e regulamento, extensos poderes para regular a admissão de valores mobiliários à negociação, o que se estende a derivativos, e ela poderá monitorar a qualidade de execução das ordens com diferentes valores mobiliários e eventualmente estabelecer algum limite ou restrição, desde que justificados pela experiência prática adquirida.

### **Grau de Internalização**

**Descrição:** A internalização pretendida poderá incluir o modelo de *self-clearing*, que pode ser implantado conforme regras atuais **ou** mediante a abertura de conta em nome do agente internalizador na central depositária (*conta omnibus*). A relação com os comitentes finais, nesse cenário, ocorreria nos próprios registros do internalizador.

**Justificação:** A internalização do ambiente de negociação é o tema condutor deste trabalho, encontrando justificação na resposta ao quesito B.2. acima: segundo o artigo 2º, inciso VII da RCVM 135, os mercados internalizados são modalidade de mercado de balcão organizado, já permitida na atual dicção regulatória, com ajustes ínfimos. No mesmo quesito B.2., define-se como uma das alternativas para o *self-clearing* a abertura de contas *omnibus* pelo internalizador na câmara de liquidação e a assunção por ele de posições de clientes perante a central depositária, que já são lícitas segundo a legislação e regulação vigente, visto que:

- (i) em relação a câmaras de liquidação, a Resolução BCB nº 304/2023 admite tanto a desnecessidade de contraparte central como o uso da identidade do internalizador em

conta única em eventual câmara de liquidação a ser usada; e

- (ii) em relação a centrais depositárias, a Lei nº 12.810/2013 admite o uso de conta *omnibus* em nome do internalizador, cuja participação no registro de titularidade de valores mobiliários sujeitos a distribuição pública é obrigatória.

### **Limite de Internalização com Base em Liquidez**

A proposta seria começar com a necessidade de limites objetivos, o que permitirá à CVM e a entidades autorreguladoras monitorar os resultados, aprender com a experiência e eventualmente estipular limites diferentes e aumentá-los caso necessário, com base no princípio da interferência mínima previsto na Lei da Liberdade Econômica - e também com base na experiência internacional em que os volumes de internalização são muito vultosos sem que tenha havido sinais de deterioração de liquidez e formação de preço.

### **Opção pela Internalização**

**Descrição:** Sugere-se aqui a adoção de regra comum a todos os investidores de optarem ou não pela execução de operações em ambiente de internalização de ordens. A opção aqui discutida se refere à possibilidade de internalização, podendo ocorrer ou não por discricionariedade do internalizador, desde que respeitadas as regras de melhor execução e transparência acima definidas.

**Justificação:** Além do cuidado com a proteção e ciência de investidores, em especial para os menos experientes, a necessidade de opção expressa de pessoas físicas se baseia na proteção a elas conferida pelo artigo 39, inciso I, do Código de Defesa do Consumidor (Lei nº 8.078/1990), que veda “*enviar ou entregar ao consumidor, sem solicitação prévia, qualquer produto, ou fornecer qualquer serviço*”.

### **Regras prudenciais**

**Descrição:** Sugere-se em matéria prudencial um regime de autorização para exercício da atividade de internalização de ordens e a exigência de capital compatível com a atividade de internalização, sendo que os requisitos prudenciais devem ser compatibilizados com o risco do modelo de negócios adotado, levando em consideração os pontos como abaixo pormenorizados.

Análise de condições para concessão da autorização para a atividade ficaria a cargo da área

técnica da CVM, após verificação de requisitos como (i) capacidade econômico-financeira compatível com o modelo de internalização de ordens; (ii) viabilidade econômico-financeira do modelo, levando-se em conta inclusive os investimentos operacionais necessários; (iii) estrutura de governança corporativa compatível com a supervisão das negociações internalizadas, incluindo um diretor responsável pela atividade e que não exerça outras funções conflitantes com a internalização; (iv) entre outros critérios que sejam considerados pertinentes para o desempenho da atividade de internalização.

**Justificação:** Os requisitos de autorização decorrem do regime aplicável a autorizações de funcionamento pelo BCB nos termos do artigo 2º da Resolução CMN nº 4.970, de 25 de novembro de 2021, devidamente alterados. Tais requisitos, indicados na Descrição acima, são fundamentados na necessidade de compatibilização do patrimônio com a atividade, e definição de características de governança e de infraestrutura técnica, visto que devem ser suficientes para o sucesso do desempenho da atividade.

A imposição de requisitos patrimoniais também deverá ser conjugada com a previsão regulamentar de mecanismo de ressarcimento de prejuízos.

Ressalte-se que no regime do internalizador sistemático da União Europeia, a qualificação como internalizador sistemático depende do preenchimento de parâmetros operacionais que determinam se a atividade de internalização é frequente, sistemática e substancial, caso em que uma comunicação unilateral a um regulador nacional será realizada<sup>119</sup>. O modelo aqui proposto excede em grau de rigor essa norma, visto (a) demandar autorização prévia como condição para exercício da atividade, independentemente de parâmetros e (b) impor requisitos severos para concessão da autorização.

### **Entidade de Autorregulação**

**Descrição:** Os internalizadores autorizados pela CVM a operar formariam por mandamento da regulação mecanismo de autorregulação apartado, operando conforme a RCVM 135, com as seguintes características que deveriam englobar o endereçamento em relação aos seguintes pontos: (i) entidade de autorregulação (“Entidade”) teria a forma de associação civil, prevista em regulação da CVM e aprovada pela autarquia; (ii) competência da Entidade se estenderia a fiscalizar e supervisionar agentes internalizadores, sem prejuízo evidentemente de competência da CVM; (iii) conselho de autorregulação (“Alta Administração”) da Entidade, que julgaria a partir de análise/provocação do setor de autorregulação e impor alertas, procedimentos de

---

<sup>119</sup> AIR Parcial, cit., p. 104 e 105.

aprimoramento, ou potencialmente sanções em caráter definitivo na esfera autorregulatória, incluindo (a) multa, (b) exclusão de selo de qualidade a ser conferido pela Entidade ou (c) notificação à CVM com recomendação de pedido de suspensão ou cancelamento da autorização para internalizar ordens.

O componente de autorregulação poderia lançar mão do disposto nos artigos 47 a 76 da RCVM 135. Essas regras, como já anotamos nesses subsídios, aplicam-se aos internalizadores, como espécie de mercado de balcão organizado.

Podem ser sugeridos, entretanto, alguns aperfeiçoamentos de regras, em vista da conveniência de criar ambiente de internalização especialmente isento de desvios. Tais regras devem ser previstas em regulação e entronizadas no próprio estatuto da Entidade a ser aprovado pela autarquia, uma vez assegurado o cumprimento dos dispositivos relevantes da RCVM 135.

**Justificação:** Segundo a RCVM 135, a autorregulação dos mercados organizados pode ser atendida por componente interno ou por mecanismo externo, nesse caso contratado ou formado especialmente<sup>120</sup>. A contratação de entidade pré-existente não configura bom caminho, porque para ter experiência e preparo na matéria, a entidade prestadora de serviços seria ligada ao mercado de bolsa cujos negócios são sucedâneos aos dos internalizadores. Seria, portanto, fonte de intranquilidade estarem sujeitos a supervisão de concorrente potencial. Resta então a formação de entidade própria ou exercício da atividade por autorreguladores não vinculados ao mercado de bolsa. Para uniformização de entendimento, evitando-se disparidade em decisões, e mesmo redução de custos, nossa sugestão é que tal entidade abranja a atuação de múltiplos internalizadores.

### **Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (“MRP”)**

**Descrição:** Considerando que os valores mobiliários atualmente negociados no mercado de bolsa, que conta com MRP obrigatório, poderão ser negociados em ambiente de internalização de ordem, os internalizadores também deveriam instituir mecanismo similar ao MRP, conforme artigos 124 a 141 da RCVM 135. Dentro desse paradigma, sugerimos três alternativas:

---

<sup>120</sup> RCVM 135: “Art. 48. Alternativamente à constituição de um departamento de autorregulação, as entidades administradoras do mercado organizado podem exercer, observado o disposto no art. 49, as atividades de autorregulação de que trata este Capítulo, inclusive de forma conjunta, por meio: I – da constituição de associação, sociedade controlada, ou submetida a controle comum, de propósito específico; ou II – da contratação de terceiro independente, ou de associação de autorregulação que mantenha convênio com a CVM para intercâmbio de informações e para a supervisão e o aproveitamento, pela CVM, de ações de regulação, supervisão e sanção realizadas pela associação privada de autorregulação.”

- a) cada internalizador apresenta para a CVM o modelo de MRP, conforme regras acima referidas;
- b) internalizadores celebram convênio estipulando uma forma de MRP único e mutualizado, caso assim se mostre eficiente, o qual poderia inclusive ser administrado pela Entidade, tal como ocorre atualmente no caso da BSM; ou
- c) Entidade estabelece convênio para utilização de mecanismos de MRP existentes.

Na hipótese “b” acima referida, o patrimônio destinado ao ressarcimento deveria se reger pelas seguintes regras:

- i) manutenção em conta segregada da Entidade;
- ii) o agente internalizador causador do ônus fica responsável por repor o valor do fundo usado devido a atos a ele atribuídos;
- iii) o valor a ser mantido em reserva no fundo teria valor máximo e mínimo proporcionais aos riscos cobertos e o valor máximo de indenização seria no mínimo equivalente ao valor coberto pelo MRP para operações realizadas no mercado de bolsa;
- iv) o ônus de cada ressarcimento seria atribuído ao aporte financeiro do internalizador participante do MRP que a ele deu causa em preferência aos demais, sendo os aportes dos demais participantes utilizados apenas a partir do esgotamento do primeiro; e
- v) a denegação de cobertura por decisão da Alta Administração, conforme regulamento, em relação a um dado evento seria passível de recurso pelo investidor ao regulador de mercado de capitais na forma do artigo 132 da RCVM 135.

**Justificação:** Segundo o artigo 124 da RCVM 135, o MRP é hoje obrigatório apenas para bolsas de valores. Um mercado organizado como o internalizado poderia, portanto, tê-lo ou não. Caso se optasse pela existência de MRP, sua conformação caberia à esfera da autonomia da vontade das entidades garantidas. Mas recomendamos que o MRP dedicado aos internalizadores siga as regras da RCVM 135 e os paradigmas que acima fixamos, tornando-se obrigação estabelecida em normativo da CVM, de forma a fortalecer desde o início esse novo mercado organizado.

O acúmulo de funções de autorregulação e MRP em uma só entidade se justifica em vista

inicialmente de economia de custos. E a recepção de reclamações relativas ao MRP pela Entidade permitirá incremento de suas funções de supervisão, dada a possibilidade de abertura de procedimentos de ofício quanto a temas de autorregulação<sup>121</sup>, e vice-versa. Há, portanto, simbiose entre as duas funções. De outro lado, não nos parece haver conflito entre ambas as funções, pois (a) de qualquer forma, as decisões da Entidade teriam efeito persuasivo em relação ao MRP, se o tema viesse a ser objeto de contencioso com investidores; (b) os membros da Entidade seriam independentes, segundo nossa sugestão; e (c) a matéria relativa ao MRP está de qualquer modo sujeita a recurso à CVM, nos termos do artigo 132 da RCV 135.

A escolha pela imputação de prejuízos causados aos responsáveis por eles teria por objetivo básico prevenir o estímulo à prática de ilícitos, como no caso em que o dano causado por um agente internalizador fosse atendido por fundo comum, privando o internalizador de sofrer perda financeira direta e integral.

### **Estabilidade de Regime Tributário**

Ainda que não diretamente objeto do presente Edital, cumpre destacar importantes impactos relacionados ao regime especial de tributação de Imposto de Renda (“IR”) legalmente previsto para investidores não residentes ou domiciliados no exterior<sup>122</sup>. Tal regime é especialmente importante dado o peso preponderante desses investidores na movimentação do mercado brasileiro.

Nesse regime, a legislação prevê isenção de IR para os ganhos de capital auferidos pelos referidos investidores não residentes “*nas operações realizadas em bolsas de valores, de mercadorias, de futuros e assemelhadas*” (sem destaque no original)<sup>123</sup>. Esse regime favorecido é hoje importante para assegurar a entrada no país de capitais estrangeiros, ainda que de curto prazo, e suas vantagens deveriam permanecer mesmo que as operações fossem internalizadas.

A regulamentação tributária considera como assemelhadas às bolsas de valores, de mercadorias e de futuros “*as entidades cujo objeto social seja análogo ao das referidas bolsas e que*

---

<sup>121</sup> RCV 135: “Artigo 47 – [...] § 2º Cabe ao departamento de autorregulação, ao diretor do departamento de autorregulação e ao conselho de autorregulação: I – monitorar, de ofício ou por comunicação do diretor geral ou de terceiros, o cumprimento das regras de funcionamento da entidade administradora de mercado organizado e dos mercados administrados;”

<sup>122</sup> Art. 81 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995; art. 7º da Lei nº 9.959, de 27 de janeiro de 2000; art. 16, §2º, da Medida Provisória nº 2.189-49, de 23 de agosto de 2001; arts. 88 e 90 da Instrução Normativa (“IN”) RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015, da Receita Federal do Brasil (“RFB”).

<sup>123</sup> Art. 81, §§ 1º e 2º, “b”, da Lei nº 8.981/95; art. 876, §§ 1º e 2º, II, “a”, do Regulamento do Imposto de Renda, aprovado pelo Decreto nº 9.580, de 22 de novembro de 2018 (“RIR/18”); e art. 90, § 1º, I, da IN RFB nº 1.585/15.

*funcionem sob a supervisão e fiscalização da CVM*”<sup>124</sup>. Os internalizadores cumpririam ambos os requisitos pois:

- (a) seu objeto seria prover ambiente de negociações, sendo que o artigo 2º, inciso IV da Resolução CMN nº 5.008/2022, inclui entre eles *comprar e vender títulos e valores mobiliários por conta própria e de terceiros, observada regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários e pelo Banco Central do Brasil nas suas respectivas áreas de competência*<sup>125</sup>; e
- (b) como intermediários do mercado, são supervisionados e fiscalizados pela CVM, nos termos do artigo 15 e 16 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Como demonstrado ao longo do documento, o ambiente do internalizador é espécie de mercado de balcão de organizado, nos artigos 2º, VII, e 142, inciso III da RCVM 135.

Em relação a investidores residentes no Brasil, a conclusão é similar para que fiquem sujeitos à alíquota de 15% aplicável sobre ganhos líquidos (ou 20%, no caso de operações *day-trade*) mesmo que as operações sejam internalizadas. Essa tributação se aplica, de modo geral, aos ganhos líquidos auferidos em operações realizadas nas bolsas de valores, de mercadorias, de futuros “e assemelhadas” existentes no País, sendo igualmente consideradas assemelhadas às bolsas “as entidades cujo objeto social seja análogo ao das referidas bolsas e que funcionem sob a supervisão e fiscalização da CVM.”<sup>126</sup>

Em razão de o ambiente de internalização ter natureza jurídica de mercado organizado de valores mobiliários (como mencionado acima) assim como o mercado de bolsa, ele é digno da manutenção das isenções que favorecem investidores não residentes, quando nele operem. Esta manutenção se trata de benefício relevante, especialmente num contexto em que tanto o BCB quanto a CVM se esforçam para aprimorar a regulamentação dessa categoria de investidor nos mercados financeiro e de capitais através do Edital de Participação Social Conjunto BCB-CVM nº 103/2024, de 30 de agosto de 2024.

<sup>124</sup> Art. 839, §2º, do RIR/18 e art. 56, §2º, da IN RFB nº 1.585/15.

<sup>125</sup> Poderia, entretanto, ser levantada a interpretação divergente de que a compra e venda de valores mobiliários exercida pelas corretoras difere do suprimento de ambiente de negociação que caracteriza uma bolsa. Para evitá-la sugeriríamos o seguinte acréscimo em destaque ao artigo 2º da Resolução CMN nº 5.008/2022, do Conselho Monetário Nacional (CMN): “Art. 2º As sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários têm por objeto social: [...] **XXI – operar como mercados internalizadores de negociações com títulos e valores mobiliários;**”

<sup>126</sup> Art. 2º, “caput” e incisos I e II, da Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004; e art. 56, § 2º, art. 57, e art. 65, § 11, I, da IN RFB nº 1.585/15.

## **5. CONCLUSÕES PARCIAIS E DESAFIOS PARA A CONCLUSÃO DO TRABALHO**

Ao final do Relatório Parcial, a CVM delinea conclusões parciais do estudo, além de postular perguntas-desafio para a conclusão do trabalho, que serão tratadas nesta seção.

**Quais os objetivos regulatórios a serem perseguidos no que abrange a temática? Nesse quesito, é necessário considerar os mandatos legais da CVM, conforme Art. 4º da Lei 6.385/76, bem como os princípios regulatórios recomendados pela IOSCO acerca de liquidez opaca, em seu relatório de 2011.**

Dos mandatos legais da CVM, estabelecidos pelo artigo 4º da Lei nº 6.385/1976, podem ser extraídos os objetivos regulatórios específicos no que tange ao cenário exposto no AIR e, mais especificamente, à temática da internalização de ordens. Como tratado na resposta ao item B.5., esses objetivos são: (i) estimular o investimento em valores mobiliários; (ii) promover a expansão e do funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais; e (iii) promover o funcionamento eficiente e regular de mercados de balcão. Tais objetivos não são apenas compatíveis com a internalização, mas também potencializados por esse ambiente de negociação.

O modelo de internalização descrito nessa manifestação não apenas assegura o cumprimento desses objetivos regulatórios, mas também adere aos princípios regulatórios recomendados pela IOSCO acerca da liquidez opaca. Afinal, como tratado na seção 1.c), a internalização de ordens não necessariamente implica baixa transparência do mercado.

Neste sentido, há modelos de internalização que preconizam a transparência da formação do preço, e o grau de transparência dependerá da forma mais adequada de executar as ordens, levando em consideração o perfil dos investidores, a liquidez do valor mobiliário e a natureza do negócio. Como a IOSCO reconhece no relatório, diferentes segmentos de mercado têm necessidades de negociação distintas a depender do tipo de ordem<sup>127</sup>.

O 1º princípio da IOSCO estipula que o preço e volume das ordens devem ser transparentes ao público, tendo os reguladores a faculdade de calibrar seus modelos de transparência pré-

---

<sup>127</sup> IOSCO, *Principles for Dark Liquidity (Final Report)*, 2011, p. 27.

negociação<sup>128</sup>. Essa foi exatamente a regra na qual baseamos nosso modelo, que admite a modulação da transparência pré-negociação a depender dos critérios elencados no parágrafo anterior.

O 2º princípio foi igualmente atendido, visto que sempre haverá transparência pós-negociação, através de repositório unificado de negociações ou de desenvolvimento de plataforma nos termos da seção B.3.<sup>129</sup>

O 3º princípio é igualmente atendido, pois a limitação de transparência decorre dos critérios de perfil de investidor, liquidez e a natureza do negócio. Desse modo, a maior parte das transações não cumprirá os requisitos que ensejam tal limitação<sup>130</sup>.

Já o 4º e 6º princípios consistem no regime de monitoramento e encaminhamento de informações ao regulador do mercado de capitais<sup>131</sup>. Esses princípios não levantam discussão, já que a Lei nº 6.385/1976 atribuiu competências amplas de fiscalização e supervisão à CVM, que lhe permite acessar quaisquer sítios e informações de participantes e seus ambientes de negociação. A manifestação foi redigida com base nessa competência da CVM, de modo que o 4º princípio foi integralmente implementado. Quanto ao 6º princípio, a manifestação recomenda que a CVM acompanhe o desenvolvimento dos ambientes internalizados. Esta recomendação obviamente será cumprida, visto que a autarquia exerce com excelência e assertividade o seu dever de monitoramento e acompanhamento do mercado de capitais.

Por fim, o 5º princípio trata da publicidade das regras de execução das ordens no ambiente de internalizador<sup>132</sup>. A CVM regulamentou o dever de melhor de execução, que pauta as regras

---

<sup>128</sup> IOSCO, cit., p. 26. “*Principle 1: The price and volume of firm orders should generally be transparent to the public. However, regulators may choose not to require pre-trade transparency for certain types of market structures and orders. In these circumstances, they should consider the impact of doing so on price discovery, fragmentation, fairness and overall market quality.*”

<sup>129</sup> IOSCO, cit., pp. 26-27. “*Principle 2: Information regarding trades, including those executed in dark pools or as a result of dark orders entered in transparent markets, should be transparent to the public. With respect to the specific information that should be made transparent, regulators should consider both the positive and negative impact of identifying a dark venue and/or the fact that the trade resulted from a dark order.*”

<sup>130</sup> IOSCO, cit., p. 27. “*Principle 3: In those jurisdictions where dark trading is generally permitted, regulators should take steps to support the use of transparent orders rather than dark orders executed on transparent markets or orders submitted into dark pools. Transparent orders should have priority over dark orders at the same price within a trading venue.*”

<sup>131</sup> IOSCO, cit., pp. 29 e 31. “*Principle 4: Regulators should have a reporting regime and/or means of accessing information regarding orders and trade information in venues that offer trading in dark pools or dark orders.*” e “*Principle 6: Regulators should periodically monitor the development of dark pools and dark orders in their jurisdictions to seek to ensure that such developments do not adversely affect the efficiency of the price formation process, and take appropriate action as needed.*”

<sup>132</sup> IOSCO, cit., p. 30. “*Principle 5: Dark pools and transparent markets that offer dark orders should provide*

de execução do intermediário. Além disso, sugerimos nas alternativas regulatórias da seção B.3. política de execução do intermediário, que seria pública, ou a redação de convenção entre intermediários, igualmente pública, sobre esse tópico.

**Quais as alternativas regulatórias factíveis para a mitigação dos problemas regulatórios, caso seja considerado que o cenário de não-ação não seja a única alternativa viável.**

As alternativas regulatórias factíveis foram discutidas nas seções B.1.1. e B.3. Em síntese, a CVM elencou três potenciais problemas regulatórios: i) seleção adversa; ii) bens públicos; e iii) custos de transação.

Em B.1.1.ii), foi questionada a premissa de que o *spread* entre oferta de investidores profissionais é superior ao *spread* entre ofertas de investidores profissionais e de varejo ou do *spread* entre oferta de investidores de varejo, o que geraria o problema regulatório da seleção adversa.

Os estudos da Accenture demonstram que a internalização de ordens gera efeito contrário ao da seleção adversa, pois esse mecanismo o mitiga ao invés de amplificá-lo. Além disso, leitura distinta do texto de George Akerlof levaria à conclusão de que investidores de varejo tenderiam a comprar com desconto e vender com ágio, aumentando o *spread*, ao contrário do que ocorreria entre investidores profissionais. Portanto, foi concluído que não há problema regulatório de seleção adversa decorrente da introdução da internalização de ordens.

No caso do problema regulatório de bens públicos, foram sugeridas alternativas na resposta ao item B.3., na qual restou demonstrada a contribuição dos internalizadores para a formação de preços.

Por fim, nos termos do item B.1.1.v), os custos de transação serão reduzidos em razão da concorrência entre ambientes de negociação e da eliminação de custos ineficientes na estrutura atual, como o custo de curso em bolsa das negociações diretas, por exemplo. A causa de sua redução não decorrerá de requisitos regulatórios mais baixos para internalizadores. Portanto, não haverá problema regulatório de custos de transação, desde que os requisitos organizacionais e operacionais desta manifestação sejam aplicados aos internalizadores.

**Quais os impactos das alternativas mencionadas, em especial na seara dos benefícios**

---

*market participants with sufficient information so that they are able to understand the manner in which their orders are handled and executed.”*

### **potenciais aos investidores?**

A inexistência de problemas regulatórios tem como causa o regime do ambiente de negociação do internalizador de ordens, nos termos descritos ao longo da manifestação. A introdução da internalização no mercado de capitais brasileiro alterará a estrutura do mercado e impactará positivamente os investidores. Os principais impactos são listados abaixo:

- Redução dos custos das operações aos investidores de varejo e profissionais (seção B.1.b), em razão de maior concorrência e eficiência dos intermediários. A conclusão parcial da CVM inclusive ressalta a falta de concorrência entre ambientes no contexto brasileiro, além da maior liberdade em outros países;
  - Redução do custo global de execução (seção B.1.c.iv)), visto que a internalização gera diminuição do custo de *spread*, que corresponde a aproximadamente 90% (noventa por cento) do custo global da transação.
- Ampliação do leque de ambientes de negociação disponíveis para realização das negociações (seção B.1.c.i));
- Benefícios indiretos ao investidor de varejo através de investidor profissional (seção B.1.c.ii)), em razão da redução de custos aos investidores profissionais, que serão repassados ao investidor de varejo;
- Aumento da liquidez de ativos (seção B.1.vii) e B.1.c.iii)), na medida em que a internalização plena de ativos deve aumentar ainda mais o índice de liquidez geral, ao menos até que determinado limiar seja alcançado; e
- Flexibilização do prazo de liquidação (seção B.1.c.v)), caso haja a implementação do modelo *self clearing*.

### **Que estratégias podem ser adotadas para mensurar custo-benefício de maneira crível, considerando que não há internalização nos moldes do exterior?**

A melhor estratégia para mensurar custo-benefício de maneira crível consiste na introdução da internalização no país com alguma métrica de limite, como argumentamos na Síntese da Proposta, seção “Limite de Internalização com Base em Liquidez”. A partir disso, tanto a CVM quanto os participantes poderiam comparar o estado do mercado anterior à internalização com

aquele posterior. Se for necessário, a autarquia poderia sugerir mudanças nos limites à internalização, caso não seja identificada deterioração de alguma métrica de liquidez após o atingimento de algum limiar, conforme aventado na conclusão parcial.

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

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

**LEVY & SALOMÃO ADVOGADOS**

Eduardo Salomão Neto

Luiz Felipe Calabro

Fabio Kupfermann Rodarte

Pedro Campos Ferraz

**BTG PACTUAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.**