

Rio de Janeiro e São Paulo, 13 de novembro de 2024

Ao Exmo. Sr.

**Bruno Barbosa de Luna**

Chefe da Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade – ASA

Ref.: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM n. 01/24

Prezado Senhor,

**Claritas Administração de Recursos Ltda., Dynamo Administração de Recursos Ltda., Ibiuna Ações Gestão de Recursos Ltda., Ibiuna Crédito Gestão de Recursos Ltda., Ibiuna Macro Gestão de Recursos Ltda., Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda., JGP Gestão de Recursos Ltda., Kapitalo Investimentos Ltda., Kinea Investimentos Ltda., Leblon Equities Gestão de Recursos Ltda., Legacy Capital Gestora de Recursos Ltda., Mantaro Capital Ltda., Neo Equities Gestão de Recursos Ltda., Neo Multimercado Gestão de Recursos Ltda., Oceana Investimentos Administradora de Carteira de Valores Mobiliários Ltda., Polo Capital Gestão de Recursos Ltda., STK Capital Gestora de Recursos Ltda., Tork Capital Gestão de Recursos Ltda., Velt Partners Investimentos Ltda. e Verde Asset Management S.A.** vêm, por meio da presente, manifestar-se acerca do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório – AIR que trata da internalização de ordens (“Relatório Parcial”), desenvolvido pela Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade – ASA da Comissão de Valores Mobiliário – CVM e publicado em 9 de maio de 2024, no âmbito da Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM n. 01/24.

1. As subscritoras desta manifestação são gestoras independentes de fundos de investimento em ações, que acompanham com vivo interesse a discussão regulatória sobre a internalização de ordens, haja vista os profundos efeitos que a sua liberação poderia causar no funcionamento do mercado de capitais, com repercussões na negociação de diferentes valores mobiliários e ativos financeiros.

2. Nada obstante o amplo alcance da internalização, optou-se nesta manifestação por abordar mais especificamente os potenciais impactos dessa prática no mercado acionário, tendo em vista a especial preocupação das subscritoras com a indústria de fundos de ações e também porque a experiência observada em outras jurisdições revela ser esse o mercado mais afetado pela internalização.

3. De início, registramos os nossos cumprimentos pelo cuidado tomado na elaboração do Relatório Parcial, que enfrentou o tema de forma objetiva, sem adotar aprioristicamente uma visão desfavorável, fundada somente na conservação do *status quo* regulatório, ou favorável à liberação da internalização de ordens, com base apenas em considerações principiológicas sobre a liberdade econômica. O tema merece uma análise que se destine única e essencialmente a auxiliar essa autarquia na identificação da solução regulatória mais alinhada à sua missão de “promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações”.<sup>1</sup>

4. Também consignamos as nossas congratulações pelo Relatório Parcial ter conseguido, mesmo sem ser conclusivo, revelar, com acuidade, a importância estrutural e a complexidade do tema. Por vezes, a internalização é examinada de forma reducionista, considerando apenas os seus possíveis benefícios para a concorrência entre as infraestruturas de mercado e para a redução dos custos explícitos de negociação. Mas, nesse ponto, o Relatório Parcial mostra que a medida teria efeitos amplos e profundos, criando ou amplificando uma série de riscos e de custos que hoje são afastados ou minorados pelo arcabouço regulatório vigente.

5. Ainda que sejam de difícil mensuração, todas essas repercussões devem ser devidamente sopesadas na análise de impacto regulatório, de maneira a não se correr o risco de, a partir de uma visão incompleta, adotar-se uma reforma regulatória que é capaz de prejudicar de forma irreversível a eficiência do nosso mercado acionário – o que se mostra ainda mais preocupante em vista do atual estágio desse mercado, que, como se sabe, ainda apresenta níveis gerais de liquidez relativamente baixos.

6. Nessa direção, passamos a expor, nas seções seguintes, nossas principais considerações sobre o Relatório Parcial, com o intuito de contribuir para a finalização de uma análise de impacto regulatório completa e precisa, capaz de colocar a regulação no caminho certo para o desenvolvimento do nosso mercado.

---

<sup>1</sup> Cf. a Lei n. 6.385, de 1976, artigo 4º, II.

## ***O modelo de compensação e liquidação por contraparte central e a manutenção de mecanismo de ressarcimento de prejuízos***

7. Como destacado no Relatório Parcial, a experiência estrangeira mostra que há diferentes regimes regulatórios para a internalização de ordens e, a depender de qual seja adotado, a liberação dessa modalidade de negociação pode impactar, de forma mais ou menos profunda, alguns pilares centrais do atual arcabouço regulatório do nosso mercado acionário.

8. A internalização pode levar, inclusive, a que sejam estruturadas no Brasil plataformas de negociação operadas pelos próprios intermediários que, a exemplo dos *dark pools*, permitiriam a negociação de ações sem transparência pré-negociação e sem a observância do modelo de compensação e liquidação por contraparte central (“CCP”).<sup>2</sup> Esse modelo, vale lembrar, constitui um relevante mecanismo de mitigação de riscos sistêmicos, de crédito e de liquidez, sendo assim de grande importância para o funcionamento do mercado acionário e, em particular, para os gestores de fundos de ações, que atuam nesse mercado de forma recorrente.

9. Desse modo, a criação de ambientes alternativos de negociação sem uma contraparte central – o que seria possível num cenário de liberação da internalização de ordens – poderia conduzir ao aumento de riscos sistêmicos, levantando preocupações não apenas para a CVM como também para o Banco Central do Brasil – BACEN.

10. Além disso, a medida tornaria mais complexa e onerosa a administração do risco de contraparte, a implicar custos e incertezas adicionais para os participantes. Em especial, os gestores de fundos de ações, que possuem deveres fiduciários com relação a seus clientes, seriam obrigados a mensurar o risco de crédito de suas contrapartes e dos intermediários operadores de ambientes alternativos, sobre os quais não se sabe se recairiam as mesmas exigências impostas pelo BACEN às infraestruturas de mercado financeiro.<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> O Regulamento anexo à Resolução BCB n. 304, de 2023, define a CCP como a “câmara ou [o] prestador de serviços de compensação e de liquidação que assume a posição de parte contratante, em relação às contrapartes originais de uma operação, para fins de liquidação de obrigações das operações aceitas de acordo com os requisitos estabelecidos no regulamento de um sistema de liquidação por ele operado”.

<sup>3</sup> No âmbito da Resolução BCB n. 304/2023, o BACEN exige, em linhas gerais, que as instituições operadoras de sistema do mercado financeiro “possu[am] capacidade e estrutura organizacional, técnica, operacional e financeira adequada e suficiente para suportar todas as atividades que exerçam sem a imposição de riscos adicionais significativos à realização das atividades típicas de SMF” (artigo 15). A norma ainda prevê a necessidade de a instituição manter recursos suficientes para suportar perdas decorrentes do seu risco geral do negócio (artigo 59, §1º, IV) e patrimônio líquido compatível com os riscos inerentes aos sistemas de mercado financeiro que opere (artigo 60).

11. Cumpre destacar que, na internalização de ordens, a depender do regime regulatório, os intermediários poderiam atuar tanto como “principais”, realizando os negócios contra a sua própria carteira, como na qualidade de “agentes”, fechando os negócios entre seus clientes. Nesse último caso, se os intermediários não garantirem a liquidação das operações, os gestores seriam obrigados a mensurar também o risco de contrapartes, o que seria ainda mais complexo.

12. Frente a essa conjuntura, a realização de operações com ações fora do ambiente de bolsa, sem a presença de uma CCP, acarretaria um incremento ainda desconhecido em nossos custos operacionais e regulatórios, haja vista a necessidade de nos adaptarmos a riscos inéditos que, provavelmente, demandariam a criação e a manutenção de novos mecanismos de monitoramento e controle. Essas novas despesas assumem uma relevância ainda maior quando se considera que a redução de custos é vislumbrada como um dos principais benefícios provenientes da liberação da internalização de ordens.

13. Tendo em vista nossa preocupação com a higidez e o bom funcionamento do mercado como um todo, também atentamos para o fato de que a internalização de ordens poderia permitir que os intermediários passem a operar plataformas alternativas de negociação sem que mantenham mecanismo com vistas ao ressarcimento de prejuízos incorridos pelos investidores (“MRP”), como se exige das administradoras de mercado de bolsa.<sup>4</sup> Considerando que, historicamente, os investidores de varejo são os que mais recorrem ao MRP mantido pela B3 e também formam o público preferencial para a internalização de ordens, a inexistência desse mecanismo nos ambientes de internalização se mostraria especialmente preocupante para a proteção dos investidores e, por consequência, para a confiabilidade do nosso mercado.

14. Note-se ainda que o MRP é uma fonte de informações sobre o cumprimento de deveres por parte dos intermediários, uma vez que os clientes podem trazer e apontar falhas relevantes nos processos desses intermediários. Trata-se, portanto, de um instrumento relevante de monitoramento de condutas, do qual a CVM e o próprio mercado seriam privados, a depender da forma pela qual fosse autorizada a internalização de ordens na regulamentação.

---

<sup>4</sup> Nos termos do artigo 124, da Resolução CVM n. 135, de 2022, “[a] entidade administradora de mercado organizado de bolsa deve 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.”

### *Os custos explícitos e implícitos de negociação*

15. Ainda a propósito da redução de custos, consideramos especialmente importante que a análise de impacto regulatório considere *todos os custos de negociação*, abrangendo tanto os *custos explícitos*, como emolumentos, taxas e comissões, quanto os *custos implícitos*, que se referem ao aumento do *spread* para fechamento de negócios e ao possível alongamento do tempo necessário para a execução das ofertas.

16. Se, por um lado, a internalização de ordens pode reduzir os custos explícitos, por dispensar o pagamento das despesas relacionadas à negociação e à liquidação em ambiente de bolsa, por outro lado, ela pode aumentar os custos implícitos, como, aliás, destaca o Relatório Parcial ao mencionar a deterioração das métricas de liquidez e da qualidade do processo de formação de preços como possíveis efeitos negativos da internalização.<sup>5</sup>

17. Como se sabe, o processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários depende, fundamentalmente, da transparência e da liquidez na interação entre as forças de oferta e demanda. Quanto maior o número de ofertas de compra e venda realizadas em um mesmo local de negociação, em que haja acesso aos valores e volumes das ofertas em aberto e dos últimos negócios fechados, mais precisa será a informação fornecida por esse mercado sobre o preço do ativo. Além disso, menor será o tempo necessário para fechar determinado negócio, bem como o *spread* entre a melhor oferta de compra e a melhor de venda.

18. No entanto, como já mencionado, se permitida a internalização, poderiam surgir em nosso mercado ambientes alternativos de negociação sem regras de transparência pré-negociação,<sup>6</sup> que passariam a disputar a liquidez acionária com o mercado de bolsa, absorvendo parte dos negócios que, de outro modo, seriam levados ao livro público de ofertas. A depender do grau de fragmentação da liquidez, isso pode resultar na redução da profundidade do livro de ofertas do mercado de bolsa, acarretando o aumento do *spread*, bem como do tempo necessário para encontrar a contraparte e fechar o negócio.

---

<sup>5</sup> Ao tratar da seleção adversa, problema regulatório proveniente do aumento na internalização, o Relatório Parcial atenta para a possível emergência de externalidades negativas, citando “o consequente esvaziamento de liquidez dos ambientes onde há prevalência do perfil ‘institucional’, ali resultando em métricas de liquidez deterioradas” (p. 44). Ainda, com base na literatura empírica sobre o tema, o Relatório destaca que há “a frequente alegação de uma deterioração na qualidade do processo de formação de preços com o aumento da internalização” (p. 44).

<sup>6</sup> Essa ausência de transparência pré-negociação nos mercados opacos foi, inclusive, tratada pela Organização Internacional de Valores Mobiliários – IOSCO no relatório *Principles for Dark Liquidity* (2011), tendo se fixado o entendimento, objeto do Princípio n. 1, de que, casos optem por “*not to require pre-trade transparency for certain types of market structures and orders*”, os reguladores “*should consider the impact of doing so on price discovery, fragmentation, fairness and overall market quality.*”

19. Nesse ponto, também há de ser considerado, com bem apontado no Relatório Parcial, que a internalização tem por vocação atrair investidores de varejo,<sup>7</sup> de modo que se observaria uma maior concentração, no livro público de ofertas, de investidores institucionais, a exemplo dos fundos de investimento em ações.

20. Essa segregação pode potencializar a elevação dos custos implícitos de negociação, não apenas porque os investidores de varejo deixariam de contribuir para a profundidade do livro público, mas também porque, nas negociações entre investidores institucionais, maior é o risco de seleção adversa, isto é, de se negociar com uma contraparte mais bem informada. Para se precaverem desse risco, os investidores institucionais seriam então levados a praticar *spreads* maiores e a alongar o tempo de execução de suas ofertas.

21. Ainda mais, a internalização poderia criar um ciclo vicioso, prejudicando a eficiência do mercado com um todo. Isso porque, como mostra a experiência estrangeira, as ordens internalizadas costumam utilizar como parâmetro os preços praticados no livro público de ofertas, os quais, por sua vez, forneceriam uma informação de baixa qualidade sobre o preço dos ativos, em razão, justamente, dos impactos negativos da internalização de ordens sobre a profundidade do livro.<sup>8</sup>

22. Ou seja, contrariamente à sua pretendida finalidade, a internalização pode resultar na elevação geral dos custos de negociação, o que seria especialmente problemático na atual realidade do mercado acionário brasileiro, que ainda apresenta um nível de liquidez relativamente baixo e significativamente inferior ao encontrado nos mercados norte-americano e europeu, que admitem a internalização.

23. Com vistas a identificar os impactos nos custos de negociação, notadamente para os investidores institucionais, as subscritoras solicitaram dados adicionais à B3, que compartilhou estudo contendo uma simulação dos impactos da internalização para esse perfil de investidor. Assumindo alguns cenários de piora no *spread* de preço, o documento apurou que, caso permitida a internalização, seria verificado na realidade um *aumento* no custo implícito de execução de negócios *que superaria o montante a ser economizado* com as tarifas atualmente

---

<sup>7</sup> Cf., nesse sentido, o Relatório Parcial de AIR, p. 44.

<sup>8</sup> Nessa linha, o Relatório Parcial de AIR faz referência à “deterioração na qualidade do processo de formação de preços com o aumento da internalização”, uma vez que “ao serem reduzidas a lucratividade e em consequência os incentivos para se tornar um investidor informado, há uma piora generalizada no grau de informatividade dos preços nos mercados com prevalência ‘institucional’, estes utilizados como parâmetro nas operações internalizadas” (pp. 44-5).

cobradas pela bolsa em, ao menos, R\$0,4 bilhão. Ainda segundo o estudo, que toma como base o volume de operações com ações e *units* efetivamente negociado em 2023, essa diferença considera um incremento de  $\frac{1}{2}$  *tick-size* no preço dos ativos, e aumenta significativamente caso se considere um incremento de 1, 2 ou 3 *ticks*, respectivamente para R\$1,9 bilhão, R\$5,1 bilhões e R\$8,2 bilhões.<sup>9</sup>

24. Por isso mesmo, consideramos importante que, na finalização do estudo de impacto regulatório, seja considerado o atual momento do mercado brasileiro. Nos Estados Unidos, por exemplo, sabe-se que a internalização apenas se expandiu num momento em que já existiam diversos mercados de bolsa com níveis elevados de liquidez, o que parece indicar que a atual conjuntura do mercado acionário brasileiro não é a mais propícia para a liberação da internalização.

### ***Risco de exportação do ambiente de bolsa brasileiro***

25. Para além dos efeitos *diretos* da flexibilização da vedação à internalização de ordens, a análise de impacto regulatório deve considerar os seus efeitos *indiretos* sobre o nosso mercado. Cumpre atentar notadamente para o sério risco de a liberação da internalização acarretar a migração para o exterior dos participantes do nosso mercado acionário, prejudicando, de forma quase irreversível, a atratividade do ambiente de bolsa brasileiro.

26. Esse risco está relacionado à deterioração que a internalização, como já mencionado, poderia causar nas métricas de liquidez e na qualidade do processo de formação de preços, em razão do esvaziamento do livro público de ofertas e da segregação entre as ordens do varejo e dos investidores institucionais. Isso incentivaria a migração de participantes para outras jurisdições mais competitivas: emissores seriam levados a procurar mercados mais atrativos para a listagem de seus papéis, assim como os investidores institucionais locais e estrangeiros buscariam ambientes de negociação mais líquidos no exterior para a execução de suas estratégias de investimento.

27. Esse movimento poderia, inclusive, criar um ciclo vicioso, no qual a saída de participantes reforçaria o esvaziamento do livro público de ofertas e intensificaria a perda de

---

<sup>9</sup> O estudo, denominado “Simulação de impacto de Internalização para Investidores Institucionais”, foi elaborado em outubro de 2024, e integra a presente manifestação como anexo.

qualidade do processo de formação de preços, que, por sua vez, daria mais alento à fuga de participantes e à perda de relevância do mercado local no cenário internacional.

### ***Risco de tratamento discriminatório e potenciais conflitos de interesse***

28. No atual arcabouço regulatório, a negociação de ações se dá exclusivamente no mercado de bolsa, cujo regime assegura regras objetivas e transparentes de priorização de fechamento de negócios, bem como o acesso amplo e isonômico a todos os intermediários e investidores. No entanto, a liberação da internalização de ordens pode alterar profundamente esse cenário, dado o risco de tratamento discriminatório dos participantes de mercado e de surgimento de importantes conflitos de interesses nas plataformas de negociação a serem constituídas pelos intermediários.

29. Esses potenciais conflitos de interesse emergiriam em razão de as instituições intermediárias passarem a atuar concomitantemente nas atividades de intermediação e de negociação de ativos. E como demonstra a experiência estrangeira, esse fato, associado à ausência de transparência pré-negociação, criaria o sério risco de a alocação de ordens vir a ser influenciada pelos interesses comerciais dos intermediários, para privilegiar clientes com quem mantenham boas relações, ou até mesmo a sua carteira proprietária.<sup>10</sup> Os incentivos de ordem comercial também poderiam levar as plataformas alternativas de negociação a restringir o seu acesso a determinados tipos de investidores,<sup>11</sup> em um claro retrocesso com relação ao cenário atual, em que prevalece o tratamento isonômico entre os participantes de mercado.

30. Além disso, também devem ser consideradas as distorções que a internalização criaria em nosso mercado em razão das regras legais ou regulamentares hoje existentes que restringem a negociação de ações fora dos mercados organizados. Nesse sentido, podem ser mencionados entre os participantes afetados os fundos de investimento<sup>12</sup> e as entidades fechadas de

---

<sup>10</sup> O cenário atual do mercado norte-americano ilustra perfeitamente a situação. Naquela jurisdição, como narrou o *Commissioner* Luiz Aguilar em seu *public statement* “*Shedding Light on Dark Pools*”, de 2015, a *US Securities and Exchange Commission* – SEC conta com diversos processos administrativos instaurados contra instituições operadoras de plataformas alternativas de negociação, associados, em geral, a conflitos de interesses identificados entre esses e os investidores participantes das plataformas que operam.

<sup>11</sup> A conclusão decorre de trecho do próprio Relatório Parcial de AIR, em que se reconheceu 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” (p. 44).

<sup>12</sup> Em relação aos fundos de investimento financeiro, o artigo 33, do Anexo I, da Resolução CVM n. 175, de 2022, determina que “[é] vedado ao gestor realizar operações com ações fora de mercado organizado, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, exercício de direito de preferência, conversão de debêntures em ações,



previdência complementar,<sup>13</sup> como também os investidores não residentes, esses últimos porque apenas se beneficiam de isenção de imposto de renda em suas operações quando negociam em ambientes de bolsa ou assemelhados.<sup>14</sup> Desse modo, se não for alterada a legislação tributária, esses investidores acabariam, na prática, excluídos das plataformas alternativas de negociação.

### ***A necessidade de desenvolver a supervisão de mercado e o aumento dos custos regulatórios***

31. Em razão de todos os riscos acima apontados, a internalização de ordens, se liberada, demandaria o desenvolvimento de novas estruturas e rotinas de supervisão. Entre outras frentes, seria necessário assegurar a fiscalização adequada dos potenciais conflitos de interesses e do cumprimento das regras de melhor execução de ordens. Muito provavelmente, essa supervisão seria assumida integralmente pela CVM, haja vista as plataformas alternativas de negociação fugirem do escopo da autorregulação da BSM Supervisão de Mercados e da ANBIMA.<sup>15</sup>

32. Outra frente de atuação do regulador nesse cenário seria a supervisão dos mecanismos de ressarcimento de prejuízos que passariam a ser mantidos, ou contratados, por operadores de plataformas alternativas de negociação, acarretando a essa d. CVM novos custos de supervisão. A nosso ver, caso permitida a internalização, a exigência contida no artigo 124 da Resolução CVM 135, de 2022, deveria ser imposta também a esses participantes, tendo em vista o papel fundamental do MRP na proteção dos investidores em nosso mercado e, ainda, como fonte de dados sobre a atuação dos intermediários para o regulador.

---

exercício de bônus de subscrição, integralizações e resgates em ativos e negociação de ações vinculadas a acordo de acionistas.”

<sup>13</sup> No que toca às entidades fechadas de previdência complementar, o artigo 36, VI, da Resolução CMN n. 4.994, de 2022, estabelece que “[p]or meio de carteira própria, carteira administrada, fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento, é vedado à EFPC: (...) VI – realizar operações com ações, bônus de subscrição em ações, recibos de subscrição em ações, certificados de depósito de valores mobiliários não admitidos à negociação por intermédio de mercado de balcão organizado ou bolsa de valores autorizada a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários”. Logo, caso permitida a internalização, seria necessário alterar a regulação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional para se evitar o tratamento discriminatório.

<sup>14</sup> Cf. a Lei n. 8.981, de 1995, artigo 81, §1º c/c §2º, alínea ‘b’.

<sup>15</sup> Como reconhece o Edital de Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM n. 01/24, “[n]a 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”.

33. Ademais, como apontado no Relatório Parcial,<sup>16</sup> a regulação vigente não prevê a figura do agente consolidador de dados, haja vista existir uma única operadora de mercado de bolsa – a B3 – que também atua como fornecedora de dados de pré e pós-negociação.<sup>17</sup> Desse modo, se liberada a internalização de ordens, também seria necessário regulamentar a atividade de consolidação de fita, bem como assegurar a supervisão apropriada, sendo que disso resultariam necessariamente novos custos de observância regulatória para os participantes do mercado.

34. Nesse tocante, também cumpre destacar, em linha com o exposto anteriormente, que o atual MRP da B3 não alcançaria as negociações decorrentes da internalização de ordens, de modo que, para manter o nível de proteção que hoje gozam os investidores de varejo, seria necessário exigir de cada intermediário a constituição de seu próprio MRP ou a contratação de tal serviço junto a outro participante, o que acarretaria consideráveis custos de observância adicionais para os intermediários que seriam repassados aos seus clientes, bem como exigiria da CVM uma nova frente de supervisão.

35. Sendo assim, a finalização do estudo de impacto regulatório deve considerar a capacidade do órgão regulador de realizar todos os investimentos necessários ao desenvolvimento das suas rotinas de supervisão, bem como os novos custos de observância que daí decorreriam para os participantes de mercado. Se a liberação da internalização não vier acompanhada de uma supervisão eficaz, os riscos – acima apontados – associados à prática seriam potencializados, tornando ainda mais negativo o impacto de tal medida no mercado acionário brasileiro.

### ***Conclusões e alternativas regulatórias para o desenvolvimento do mercado***

36. Frente a todo o exposto, concluímos que a internalização de ordens deve ser examinada a partir de um estudo completo, no qual sejam considerados e sopesados todos os riscos e custos diretos e indiretos inerentes à sua liberação, ainda que sejam de difícil mensuração. Somente

---

<sup>16</sup> Nos termos do Relatório Parcial, “[a] regulação atual não prevê um consolidador de dados regulamentado, ficando a cargo dos agentes de mercado proverem padrões de consolidação e divulgação caso necessário. Logo, não há uma especificação de fluxo informacional, com participantes específicos responsáveis por envio, consolidação e divulgação. (...) Vale ressaltar que atualmente, para o mercado organizado de bolsa, só há uma administradora de mercado organizado com registro ativo, a Brasil Bolsa Balcão S.A, e ela já atua como fornecedora de dados de pré-negociação e pós-negociação” (p. 71).

<sup>17</sup> A indicar a importância desses dados para todo o mercado, a IOSCO prevê, na forma do Princípio n. 2 do seu relatório *Principles for Dark Liquidity* (2011), que “[i]nformation 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.”

assim seria possível concluir, por meio de evidências robustas e conclusivas, que a liberação da internalização implicaria ganhos de eficiência para o mercado como um todo, inclusive em termos de custos de negociação, a justificar a sua implementação.

37. No entanto, a julgar pelas evidências já colhidas no Relatório Parcial, não nos parece ser esse o cenário mais provável. Tendo em vista a atual conjuntura do mercado brasileiro de ações, nossa percepção é de que as eventuais vantagens da internalização beneficiariam apenas um grupo seleto de participantes e seriam largamente superadas pelos consideráveis riscos e custos que seriam criados para o mercado como um todo, ainda mais se a medida não vier acompanhada do desenvolvimento de uma supervisão robusta.

38. Como destacado nesta manifestação, o fim da vedação à internalização poderia resultar em diversas ineficiências para o nosso mercado de ações, notadamente o aumento de custos de negociação, uma maior complexidade de gerenciamento de riscos, a exportação do ambiente de bolsa, o tratamento discriminatório de participantes e o surgimento de potenciais conflitos de interesse. E mais: poderia elevar significativamente os custos de observância e demandar uma ampliação significativa do orçamento do órgão regulador para que esteja apto a desempenhar, de forma apropriada, a supervisão das plataformas de negociação.

39. Por isso, reiteramos que a liberação só se justificaria se restasse cabalmente demonstrado, com base em evidências objetivas e conclusivas, que a internalização seria positiva para o desenvolvimento do mercado acionário. Caso contrário, ausentes tais evidências, a internalização de ordens não deveria ser permitida no mercado brasileiro apenas por uma questão da liberdade econômica, até porque existem alternativas regulatórias mais seguras e promissoras para alcançar os ganhos de eficiência almejados.

40. Nesse sentido, a diminuição dos custos de negociação e o aumento da concorrência poderiam ser alcançados por meio do estímulo, pelo regulador, à constituição de novas infraestruturas de mercado e, em particular, de novas entidades administradoras de mercados organizados, o que poderia ser feito por meio da revisão dos processos para a obtenção das respectivas autorizações junto à CVM e ao BACEN, de modo a torná-los mais simples e céleres.

41. Como já mencionado, em outras jurisdições, a exemplo dos EUA, essa é a forma pela qual evoluiu o mercado acionário, antes mesmo que fosse intensificada a internalização de ordens. E da mesma forma, mostra-se pertinente, à luz da realidade brasileira, que se

desenvolvam diferentes ambientes de bolsa, com o atingimento de níveis gerais de liquidez mais elevados, antes de se cogitar da liberação da internalização de ordens.

42. Também pode ser cogitada, como alternativa adicional, a possibilidade de expansão da oferta *Retail Liquidity Provider* – RLP aos investidores institucionais. Esse tipo de oferta conta com a internalização parcial das ordens, mas se aproveita dos mecanismos de proteção e controle do mercado de bolsa. A medida poderia ser adotada, como já feito anteriormente, a partir da fixação de um volume máximo para a negociação de certos ativos em período experimental, a ser determinado pelo regulador.

Sendo essas as nossas considerações para o momento, aproveitamos para reiterar nossos agradecimentos a essa d. CVM por todo o cuidado e atenção dedicados ao tratamento do tema da internalização de ordens. Sabemos dos esforços depreendidos pelo regulador para aprimorar e modernizar a regulamentação aplicável ao funcionamento dos mercados regulamentados de valores mobiliários, mesmo diante de inúmeros desafios.

Permanecemos à disposição para prestar todos os esclarecimentos necessários acerca das considerações expostas ao longo da presente manifestação, ou de outros temas sobre os quais possamos fornecer subsídios para o aperfeiçoamento da regulamentação.

Atenciosamente,

DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by:

**CLARITAS ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS**  
**LTDA. LTDA.**

DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by:

**IBIUNA AÇÕES GESTÃO DE RECURSOS IBIUNA CRÉDITO GESTÃO DE RECURSOS**  
**LTDA. LTDA.**

DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by: Assinado por:

**IBIUNA MACRO GESTÃO DE RECURSOS INVESTIDOR PROFISSIONAL GESTÃO DE**  
**LTDA. RECURSOS LTDA.**

**KAPITALO INVESTIMENTOS LTDA.**

DocuSigned by: DocuSigned by: Assinado por: DocuSigned by:

**LEBLON EQUITIES GESTÃO DE RECURSOS**  
**LTDA.**

DocuSigned by: Signed by: DocuSigned by:

**MANTARO CAPITAL LTDA.**

Signed by: Signed by: Assinado por: Signed by:

**NEO MULTIMERCADO GESTÃO DE  
RECURSOS LTDA.**

DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by:

**POLO CAPITAL GESTÃO DE RECURSOS**  
**LTDA.**

DocuSigned by: DocuSigned by: DocuSigned by:

**TORK CAPITAL GESTÃO DE RECURSOS**  
**LTDA.**

DocuSigned by: DocuSigned by:

**VERDE ASSET MANAGEMENT S.A.**

## **ANEXO**

Simulação de impacto de Internalização para Investidores Institucionais



# Simulação de impacto de Internalização para Investidores Institucionais

Outubro | 2024

## Objetivo

Simular potenciais impactos de internalização, através de redução de volume negociado via tela e consequente aumento no custo implícito de execução para Investidores Institucionais

## Escopo

- Ações e Units
- Volume negociado em 2023

## Metodologia

Simulação de piora de preço em tela aplicada ao volume operado



# Simulação de piora de preço do livro central em múltiplos de tick-size para o perfil de fluxo Institucional



	% do volume Institucional	# de ativos
Demais	2%	310
Small Caps	16%	137
Mid Caps	19%	34
Large Caps	64%	36

Small Caps - abaixo de ~R\$ 10 bi

Mid Caps - abaixo de ~R\$ 30 bi

Large Caps - acima de ~R\$ 30 bi

R\$ bi	Custo adicional por tick			Emolumento B3	Liquidação B3	Tarifa B3
	0,5 tick	1 tick	2 ticks	3 ticks		
Demais	0,1	0,1	0,3	0,4	0,02	0,02
Small Caps	0,4	0,8	1,6	2,4	0,1	0,2
Mid Caps	0,4	0,8	1,6	2,4	0,2	0,2
Large Caps	0,7	1,4	2,9	4,3	0,6	0,7
Total	1,6	3,1	6,3	9,4	0,9	1,2

Em bps	Custo adicional por tick			Emolumento B3	Liquidação B3	Tarifa B3
	0,5 tick	1 tick	2 ticks	3 ticks		
Demais	7,6	15,3	30,5	45,8	1,8 a 2,5	2,3 a 3,0
Small Caps	5,0	9,9	19,9	29,8	1,8 a 2,5	2,3 a 3,0
Mid Caps	4,2	8,4	16,9	25,3	1,8 a 2,5	2,3 a 3,0
Large Caps	2,2	4,5	8,9	13,4	1,8 a 2,5	2,3 a 3,0
Total	3,1	6,3	12,5	18,8	1,8 a 2,5	2,3 a 3,0

# Simulação de piora de preço do livro central em múltiplos de tick-size para o perfil de fluxo Institucional Local



R\$ bi	Custo adicional por tick			Emolumento B3	Liquidação B3	Tarifa B3
	0,5 tick	1 tick	2 ticks	3 ticks		
Demais	0,04	0,1	0,1	0,2	0,01	0,01
Small Caps	0,2	0,4	0,8	1,2	0,1	0,1
Mid Caps	0,2	0,4	0,7	1,1	0,1	0,1
Large Caps	0,3	0,6	1,2	1,8	0,2	0,3
Total	<u>0,7</u>	<u>1,4</u>	<u>2,8</u>	<u>4,2</u>	<u>0,4</u>	<u>0,5</u>

Em bps	Custo adicional por tick			Emolumento B3	Liquidação B3	Tarifa B3
	0,5 tick	1 tick	2 ticks	3 ticks		
Demais	7,5	14,9	29,9	44,8	1,8	2,3
Small Caps	5,0	9,9	19,9	29,8	1,8	2,3
Mid Caps	4,2	8,4	16,8	25,1	1,8	2,3
Large Caps	2,3	4,5	9,0	13,6	1,8	2,3
Total	<u>3,2</u>	<u>6,5</u>	<u>12,9</u>	<u>19,4</u>	<u>1,8</u>	<u>2,3</u>



## Simulação de corretagem para o perfil de fluxo Institucional

	Custo de Corretagem			Emolumento B3		Liquidação B3		Tarifa B3
	3 bps	5 bps	7 bps	10 bps	0,5 bps	1,8 bps a 2,5 bps	2,3 bps a 3 bps	
R\$ bi	1,5	2,5	3,5	5,0	0,2	0,9	1,2	
Em bps	3,0	5,0	7,0	10,0	0,5	1,8 a 2,5	2,3 a 3,0	

R\$ bi	Custo de Corretagem			Emolumento B3		Liquidação B3		Tarifa B3
	3 bps	5 bps	7 bps	10 bps	0,5 bps	1,8 bps a 2,5 bps	2,3 bps a 3 bps	
Demais	0,03	0,04	0,06	0,08	0,004	0,02	0,02	
Small Caps	0,2	0,4	0,6	0,8	0,04	0,1	0,2	
Mid Caps	0,3	0,5	0,7	1,0	0,04	0,2	0,2	
Large Caps	1,0	1,6	2,2	3,2	0,1	0,6	0,7	
Total	1,5	2,5	3,5	5,0	0,2	0,9	1,2	

# Simulação de corretagem para o perfil de fluxo Institucional Local



	Custo de Corretagem				Emolumento B3		Liquidação B3	Tarifa B3
	3 bps	5 bps	7 bps	10 bps	0,5 bps	1,8 bps	2,3 bps	
R\$ bi	0,7	1,1	1,5	2,2	0,1	0,4	0,5	
Em bps	3,0	5,0	7,0	10,0	0,5	1,8	2,3	

R\$ bi	Custo de Corretagem				Emolumento B3 0,5 bps	Liquidação B3 1,8 bps	Tarifa B3 2,3 bps
	3 bps	5 bps	7 bps	10 bps			
Demais	0,01	0,02	0,03	0,05	0,002	0,01	0,01
Small Caps	0,1	0,2	0,3	0,4	0,02	0,1	0,1
Mid Caps	0,1	0,2	0,3	0,4	0,02	0,1	0,1
Large Caps	0,4	0,7	0,9	1,3	0,1	0,2	0,3
Total	0,7	1,1	1,5	2,2	0,1	0,4	0,5

