



São Paulo, 11 de novembro de 2024.

À Comissão de Valores Mobiliários (CVM)
Assessoria de Análise Econômica, Gestão de Riscos e Integridade
Rua Sete de Setembro 111, 23º andar, Centro
Rio de Janeiro – RJ
20050-901

At.: Sr. Bruno Barbosa de Luna

Assunto: Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24.

Prezados(as) Senhores(as),

A **Ideal Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("IDEAL")** vem por meio desta manifestar-se a respeito do Relatório Parcial de Análise de Impacto Regulatório ("**AIR**"), oferecendo alguns comentários de escopo mais abrangente acerca das opções regulatórias envolvendo a internalização de ordens, como facultado no item B.7 do Edital da Tomada Pública de Subsídios ASA/CVM Nº 01/24 ("**TPS ASA 01/04**").

De início, parabenizamos a Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**") pela sempre louvável iniciativa de submeter ao debate público temas relevantes como este que nos mobiliza no momento. A compreensão dos desafios envolvidos na decisão de admitir ou não a internalização foi enormemente facilitada pela profundidade do relatório de **AIR**, elaborado pela **ASA**, que certamente contribuirá para o êxito desta tomada pública de subsídios.

A internalização de ordens é definida no relatório de AIR como "**a interposição, pelo intermediário de valores mobiliários, de uma negociação que caso contrário poderia encontrar contrapartes diferentes no processo de competição e formação de preços**".

A **ASA** assinala que existem mecanismos de internalização de ordens que utilizam mercados de bolsa autorregulados e transparentes, enquanto outros atuam de forma opaca e em ambientes alternativos, a exemplo dos *dark pools*. Destaca ainda que a internalização de ordens não implica, necessariamente, a fragmentação de liquidez em mais de um ambiente de negociação.

A **IDEAL**, sendo uma corretora de valores mobiliários com foco na intermediação de valores mobiliários em bolsa, tem especial preocupação com a modalidade de internalização que implica a segmentação do fluxo de ordens de varejo para ambientes sem transparência, e fora da supervisão da autorregulação hoje desenvolvida pela BSM – Supervisão de Mercados (“**BSM**”).

Considerando o grande impacto que a introdução dessa prática no Brasil poderá ter sobre o mercado de valores mobiliários como um todo, entendemos necessário compartilhar com a **CVM** nossas principais preocupações, no tocante aos seguintes aspectos: (a) preservação da qualidade do processo de formação de preços do livro central; (b) efeitos da prática da internalização sobre a competição entre intermediários; e (c) integridade do mercado e conflitos de interesse inerentes à prática de internalização.

A. A importância da preservação da qualidade do livro central

O Relatório de **AIR** faz o importante alerta de que os estudos realizados sobre esse assunto em outros mercados demonstram haver “**alguma deterioração de alguma métrica de liquidez nos mercados visíveis com a introdução de negociação opaca ou internalizada, normalmente após algum limiar ultrapassado**”.

Apesar do incremento observado na última década, com o aumento expressivo do número de pessoas físicas com cadastro ativo na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“**B3**”) e alguma expansão dos volumes negociados, o mercado de valores mobiliários nacional ainda não alcançou a posição que pode e deve ocupar, como alavanca do desenvolvimento econômico do Brasil.

A baixa liquidez do mercado de *equities*, a seu turno, é um problema histórico, que afeta parte significativa das ações listadas em bolsa. Como demonstra estudo recente realizado pela B3, as 20 ações mais líquidas negociam volumes diários relativamente baixos¹, ao passo que nos últimos 2 anos o ADTV médio vem registrando perdas, como demonstra a tabela abaixo:

¹ Cf. publicação da B3 sob o título **Liquidez: o que é e quais ações têm maior volume de negociações no último ano**. Disponível em https://borainvestir.b3.com.br/objetivos-financeiros/investir-melhor/liquidez-o-que-e-e-quais-empresas-na-bolsa-tem-maior-volume-de-negociacoes-no-ultimo-ano/?gclid=Cj0KCQjwj4K5BhDYARIsAD1Ly2q68PBjv3fN6wYeD0Sgj2Z80zeDjgDXp2ChVEr_VrQb2f668Inaz_AaAlpUEALw_wcB. Acessado em 29.10.2024.



Fonte: Relações com Investidores da B3²

Nesse contexto, a segmentação do fluxo de ordens de varejo por meio da internalização, qualquer que seja a amplitude permitida, resultará na redução, em algum grau, da liquidez disponível no livro central, e no empobrecimento do processo de precificação dos valores mobiliários. Isso porque o varejo desempenha relevante papel no processo de precificação, e sua retirada do mercado de bolsa irá, inevitavelmente, prejudicar a dinâmica desse mercado, onde restarão presentes apenas os investidores institucionais.

Além disso, como bem colocado pela **ASA** em seu relatório de **AIR**, o efeito “carona” decorrente da internalização acabará por reduzir os incentivos para “investir na operação de ambientes de negociação que contribuem de maneira mais decisiva para a formação de preços. O corolário seria uma redução generalizada na competição nessa seara. Por fim, em contrapartida, a externalidade negativa no primeiro tipo de ambiente acabaria por subsidiar a atividade das entidades internalizadoras, elevando os incentivos para atuar nesse outro âmbito”.

Assim sendo, a autorização para a prática de internalização no mercado brasileiro de *equities e derivativos* tende, naturalmente, a prejudicar o processo de formação de preços, com efeitos adversos para todos os demais participantes do mercado, a exceção, única e exclusivamente, do internalizador.

Vale notar que a experiência com o *Retail Liquidity Provider* (“**RLP**”) já demonstrou que os únicos beneficiários advindos dessa modalidade de internalização foram os intermediários que a praticaram, tendo auferido receitas da ordem de R\$ 760 milhões somente em 2023, provenientes de sua atuação como contraparte de clientes por meio de ofertas **RLP**³. Para os investidores, não foram aferidos

² Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/servicos-aos-investidores/apresentacoes-e-videos-corporativos/>. Acesso em 29.10.2024. Confira-se, no mesmo sentido, a matéria publicada no Valor Econômico, sob o título **Com alta de juros, Bolsa tem menor volume desde 2019**. Disponível em <https://valor.globo.com/financas/noticia/2024/10/25/com-alta-de-juros-bolsa-tem-menor-volume-desde-2019.ghtml>. Acesso em 29.10.2024

³ Cf. Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI, de 14/12/2023, da Superintendência de Relações com Intermediários da CVM (“**SMI**”). Disponível em: <https://www.cvm.gov.br/pt-br/relacoes-com-intermediarios>

benefícios até então observados como relevantes. Adicionalmente, a Fase 2 do experimento com o **RLP** produziu resultados decepcionantes, sem que se tenha observado qualquer incremento de liquidez ou de melhora de preço para os investidores⁴.

É necessário ressaltar, porém, que o **RLP** é uma modalidade de internalização distinta da internalização pura, tendo sido conduzida de forma controlada pela **CVM** em sua fase experimental. Adicionalmente, o **RLP** se dá sob a supervisão da **BSM** e com o benefício de se valer da liquidação das operações por intermédio da *clearing* da B3, vantagens que não estarão presentes num modelo de competição generalizada entre internalizadores e mercado organizado. Mesmo assim, os resultados obtidos com o **RLP** foram frustrantes, na avaliação conduzida pela própria **CVM**.

Nesse tocante, cabe sublinhar que a eventual deterioração da precificação dos ativos de bolsa poderá, no cenário mais extremo, impactar de forma adversa o processo de captação de recursos via ofertas públicas de valores mobiliários, levando os emissores de valores mobiliários, em especial as companhias abertas, a direcionar suas ofertas públicas (IPOs e follow-ons) para mercados fora do Brasil.

Diante disso, não nos parece que seja recomendável, no estágio atual do mercado, permitir avanços na internalização de ordens, especialmente diante da ausência de evidências de que sua admissão proporcionará qualquer tipo de benefício para os investidores de varejo.

Diante da atual estrutura e do tamanho do mercado de valores mobiliários, a autorização para a prática da internalização poderá caminhar na contramão do desenvolvimento do mercado, ocasionando perda de qualidade da precificação dos ativos negociados em bolsa, com prejuízos em cadeia para todos os demais participantes do mercado. Demais disso, a internalização de ordens, dados os conflitos de interesse inerentes a esse modelo de negociação, criará riscos de práticas abusivas, que poderão resultar em perda de credibilidade para o mercado como um todo.

B. A internalização de ordens e a competição no setor de intermediação de operações com valores mobiliários

A indústria de intermediação de operações com valores mobiliários passou por diversas fases e transformações desde a desmutualização das bolsas, em 2007. Após um movimento em direção à

extension://efaidnbmnnnibpcajpcgiclfindmkaj/https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2024/20240813/1410_19_SMI.pdf. Acesso em 29.10.2024.

⁴ Como destaca a **SMI** no Ofício Interno acima mencionado, “os dados de negociação não mostram alterações significativas no percentual de day-trades realizados no mercado à vista com as ações objeto do estudo, o que, juntamente com os baixos percentuais de operações tendo como contraparte ofertas RLP, evidencia que o uso dessas ofertas no mercado à vista de ações não foi suficiente para a produção dos resultados esperados”.

concentração e entrada de alguns novos *players*, observou-se uma grande concentração do segmento de varejo, hoje atendido de forma predominante por algumas poucas grandes corretoras⁵.

Dado esse cenário, em que há poucos participantes do mercado em posição de dominância no segmento de varejo, a introdução da prática de internalização poderá inviabilizar por completo a competição entre intermediários pelo fluxo de ordens de varejo. Ainda que sejam adotados *caps* sobre o ADTV dos valores mobiliários passíveis de internalização, a exemplo do que se fez com o **RLP**, a supressão de parte do fluxo de ordens do livro central tornará ainda mais árdua a tarefa dos intermediários que pretendem competir com os participantes que hoje têm predominância no segmento de varejo.

É importante registrar que o fluxo de ordens do varejo que for desviado para os ambientes dos internalizadores, sem qualquer transparência pré-negociação, não estará sujeito à interação com o fluxo das ordens de varejo originados de outros intermediários, direcionadas para o mercado transparente. A depender da dimensão que o internalizador tome, é possível que seu mercado interno se torne mais relevante do que o fluxo de varejo direcionado para o livro. Com isso, poderá haver um desincentivo a fazer negócios no mercado organizado, com migração da liquidez para o mercado *dark*.

Os intermediários que detêm o controle da maior parte do fluxo de ordens poderão recuperar os investimentos e obter lucros com os *spreads* praticados nas operações com seus clientes, mas essa não será a realidade para todos os demais intermediários, que dividem parte residual desse fluxo. Na perspectiva do intermediário que deseja aumentar sua participação no segmento de varejo, como é o caso da **IDEAL**, a internalização implicará a necessidade de realização de investimentos relevantes em sistemas e adoção de controles internos, acarretando um sensível incremento dos custos de operação.

Dado o cenário atual, a autorização para a prática de internalização de ordens intensificará ainda mais a concentração do mercado, em especial no segmento de varejo, em prejuízo da competição no setor.

Numa outra dimensão, a internalização de ordens não deve, a nosso juízo, ser vista como uma forma de competição desejável para o mercado brasileiro, haja vista as discrepâncias entre a regulação das infraestruturas de mercado, hoje sujeitas às várias exigências contidas na Resolução CVM nº 135/2022, e a regulação aplicável ao intermediário que optar por internalizar suas ordens, transferido para seu recinto interno parte do mercado hoje administrado pela B3.

Inaugurando-se essa modalidade de competição entre internalizadores e mercados organizados, com admissão da segmentação do fluxo de ordens de varejo e sua retirada do livro, haverá perdas para

⁵ Vide Tabela 5 do relatório de **AIR**.

todos os demais participantes do mercado, que deixarão de se beneficiar da presença do fluxo de ordens de investidores no ambiente transparente e de livre acesso.

De outro lado, os benefícios proporcionados por essa prática vêm sendo questionados em diversas outras jurisdições, em especial nos EUA, que hoje caminha na direção de restringir essa prática. Na experiência controlada que se teve no Brasil, por meio das ofertas **RLP**, ficou demonstrado que os únicos beneficiários foram os internalizadores, sem que os investidores colhessem quaisquer vantagens por aderirem a esse modelo de execução de suas ordens.

Cabe ressaltar que, ao aprovar em definitivo as ofertas **RLP** para futuros de taxa de juros e de dólar, o Colegiado da CVM reconheceu que não houve prejuízos para a formação de preços desses valores mobiliários.

Entendemos, portanto, que a autorização da internalização conduzirá o mercado de valores mobiliários no sentido oposto ao objetivo que deve ser perseguido por essa Comissão no exercício de suas atribuições, qual seja o de “promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações”, nos termos do art. 4^a, inciso II, da Lei nº 6.385/1976.

C. A internalização de ordens e a integridade do mercado

Sabe-se que a internalização de ordens dá origem a diversos conflitos de interesse entre o intermediário e seu cliente, uma vez que o ganho, para o intermediário, advém dos *spreads* que consegue obter nas operações internalizadas. Dito isso, a internalização de ordens exige especial esforço de supervisão, como fica claro na experiência proporcionada pelo **RLP**, em que as exigências da **CVM** nessa seara ainda não foram plenamente atendidas⁶.

Na hipótese de se admitir a internalização de ordens de forma sistemática, ainda que dentro de certos limites, como no caso do **RLP**, será necessário instituir mecanismos de supervisão capazes de coibir a adoção de práticas abusivas e outros desvios de conduta que poderão se mostrar prejudiciais não somente para os investidores, mas para a integridade do mercado em geral.

A criação de controles internos, processos e sistemas que darão suporte à supervisão da atividade de internalização, no âmbito de cada intermediário, resultará, necessariamente, em custos relevantes, não

⁶ Como destacado pela **SMI** no Ofício Interno nº 49/2023/CVM/SMI, os “resultados das auditorias de follow-up realizadas a partir de maio de 2023 demonstram que há problemas em todos os processos sujeitos à supervisão, inclusive com indicação de recorrência. Esses problemas são significativamente mais numerosos no tópico relacionado ao “opt-in” e “opt-out”, o que suscitou apontamentos de auditoria para alguns participantes e consequente elaboração de planos de ação para correção das irregularidades”.

somente para os intermediários, mas em especial para a **CVM**, que precisará ampliar significativamente o escopo de sua atividade fiscalizadora.

Por se tratar de operações cursadas fora de bolsa, essa supervisão não poderá ser realizada pela **BSM**. Mesmo que a **BSM** se disponha a prestar serviços hoje além de sua esfera de atuação, este será um custo adicional relevante para os intermediários que optarem por essa contratação. Fato esse, que alinhado com os demais custos operacionais envolvidos, irá reforçar barreiras para que se faça competição frente ao predomínio dos poucos intermediários que concentram a grande parte do volume de operações de varejo.

Como já afirmado, os clientes de varejo encontram-se fortemente concentrados em poucos intermediários, que poderão se beneficiar da prática da internalização sem grandes esforços. Porém, os custos da permissão dessa prática, assim como os riscos que dela advêm, se projetarão sobre todos os demais participantes, que deverão se adaptar a essa inovação, sem perspectivas imediatas de recuperação do investimento exigido para tanto.

Na ausência de benefícios palpáveis para o mercado como um todo, em especial para os investidores de varejo, não se pode afirmar que a admissão da internalização será uma mudança em prol da eficiência ao nosso mercado. Desse modo, a prática da internalização deve permanecer vedada, haja vista os altos custos decorrentes de sua implementação, e os riscos associados às possíveis práticas abusivas inerentes a esse modelo de negociação, que poderão comprometer a percepção do investidor acerca da integridade do mercado.

D. A questão da remuneração do internalizador

Como apurado no período de experiência do **RLP** (período esse que foi estendido para o mercado de ações) que os internalizadores obtiveram receita relevante decorrente dos *spreads* praticados nas operações internalizadas. É o que demonstra a tabela abaixo, elaborada pela SMI:

Tabela V – Resultados brutos auferidos pelos intermediários - ofertas RLP

	2019	2020	2021	2022	2023*
Mini Índice	51.671.427,40	277.974.805,00	571.844.942,00	389.679.940,00	424.236.180,20
Mini Dólar	72.509.114,00	342.248.427,00	442.588.614,00	400.873.501,00	335.561.719,71
Ações				4.477.976,00	N.A.
Total	124.180.541,40	320.223.232,00	1.014.433.556,00	755.031.417,00	759.797.899,91

* Resultados até novembro/23

Fonte: SAM

A CVM acaba de promover importante inovação na regulamentação da atividade de intermediação de operações com valores mobiliários, ao exigir transparência da remuneração dos intermediários. A

edição da Resolução CVM nº 179/2023 tem por finalidade endereçar a questão relacionada à divulgação de remuneração auferida pelo intermediário e os conflitos de interesse que este possui diante de seus clientes, exigindo, inclusive, a divulgação de ganhos oriundos da “diferença entre o custo de aquisição e de venda (“spread”)” (Resolução CVM nº 35/2021, art. 26-B, inciso IV).

Como destacado no Edital de Audiência Pública SDM nº 05/21, “essa necessidade de transparência é pertinente a toda a atividade de intermediação, e não apenas a um elo específico dessa estrutura, representado pelos agentes autônomos de investimento”. Como destacado pela SDM em seu relatório de análise da referida audiência pública, “é válido frisar que o investidor arca com a remuneração recebida por intermediários e pode ser afetado pelos conflitos de interesses a que estes últimos estejam sujeitos. Portanto, é necessário que o investidor receba informações a esse respeito”⁷.

Logo, caso seja admitida a prática de internalização, recomenda-se a revisão da Resolução CVM nº 35/2021 para que se exija dos internalizados plena transparência dos *spreads* praticados nas operações com seus clientes e dos conflitos de interesse que este possui, devendo tais informações serem prestadas de modo claro, transparente e de fácil compreensão, e divulgadas publicamente, em números agregados, para o mercado como um todo.

Essas são as contribuições que consideramos pertinente compartilhar com V.Sas., na expectativa de contribuir para a importante decisão acerca da admissão ou não da prática da internalização no mercado de valores mobiliários nacional.

Atenciosamente,

IDEAL CORRETORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.

Signed by:



Lucas Namó Cury

Diretor responsável por Compliance

DocuSigned by:



Nilson Guilherme Wirth Monteiro

Diretor responsável por Distribuição

⁷ Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0521.html. Acesso em 29.10.2024.