

DESIRE ROSSI DE OLIVEIRA

**Anotações Sobre a Custódia de Valores Mobiliários no
Brasil**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Associado Sênior Mauro Rodrigues Penteadó

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DO LARGO SÃO FRANCISCO
São Paulo
2020

DESIRE ROSSI DE OLIVEIRA

**Anotações Sobre a Custódia de Valores Mobiliários no
Brasil**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação do Professor Associado Sênior Mauro Rodrigues Penteadó.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DO LARGO SÃO FRANCISCO
São Paulo
2020

Catálogo da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Oliveira, Desire Rossi de
Anotações sobre a custódia de valores mobiliários no Brasil;
Desire Rossi de Oliveira; Orientador Prof. Associado Sênior Mauro
Rodrigues Penteadó – São Paulo, 2020.
178 f.

Dissertação (Mestrado – Programa de Pós-Graduação em Direito
Comercial) - Faculdade de Direito,
Universidade de São Paulo, 2020.

1. Bolsa de Valores. 2. Mercado de Capitais. 3. Valores Mobiliários. 4.
Custódia. I. Penteadó, Mauro Rodrigues, orientador. II. Título.

RESUMO

Desire Rossi de Oliveira. Anotações Sobre a Custódia de Valores Mobiliários no Brasil. 178 páginas. Mestrado – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, Janeiro de 2020.

O presente trabalho tem por objetivo tratar dos principais aspectos e pontos controversos da custódia de valores mobiliários no Brasil. A análise se pautará no exame da legislação, regulamentação e autorregulação vigentes, além de estudo de doutrinadores e de jurisprudência brasileira selecionada. Serão estudados, ainda, os serviços e as responsabilidades do custodiante, do escriturador e do depositário central, no âmbito dos mercados financeiro e de capitais nacional. Por fim, será realizada uma breve análise das normas internacionais sobre o tema, em especial dos principais centros financeiros do mundo (Estados Unidos da América e União Europeia).

ABSTRACT

Desire Rossi de Oliveira. Notes Regarding the Custody Services in Brazil. 178 pages. Master – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, January 2020.

The present article aims to address the main aspects and controversial points of the custody services in Brazil. The analysis will be based on the examination of the current legislation, regulation and self-regulation, as well as studies of doctrine and selected Brazilian jurisprudence. Therefore, the study will focus the responsibilities of the custodian and the central securities depositories in the national financial and securities markets. Lastly, the work will present a brief analysis of the international normative regarding the subject, especially from the principal financial centers of the world (United States of America and Europe Union).

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, quero agradecer à minha família que sempre me apoiou em meus estudos, na minha vida profissional e em todos os meus sonhos. Aos meus pais que sempre me fizeram enxergar e avançar mais longe e à minha irmã que sempre foi um porto seguro para mim.

Agradeço imensamente ao Professor Mauro por toda a sua orientação nesta jornada. Levarei sempre comigo seus ensinamentos e lições e buscarei devolver à sociedade brasileira todos os recursos investidos em minha educação, desde os tempos da graduação no Largo São Francisco.

Ainda, agradeço aos meus colegas do Itaú Unibanco, Maria Silvia Pinotti Carvalho e Roberto Carlos Oliveira, por todos os ensinamentos sobre custódia, suas implicações operacionais e os grandes debates sobre o tema, durante os meus primeiros anos como advogada. Certamente, sem a ajuda deles esse trabalho jamais poderia ter sido concluído.

Por fim, agradeço a todos os colegas e amigos, em especial ao George Michel Silva, que me incentivaram e me apoiaram nessa jornada de aprendizado acadêmico, profissional e pessoal, meu muito obrigada.

SUMÁRIO

1. NOTAS INTRODUTÓRIAS

- 1.1. Breves Anotações Sobre o Histórico e o Desenvolvimento dos Mercados Financeiro e de Capitais do Brasil
- 1.2. A Importância da Legislação, Regulação e Autorregulação no Fomento do Mercado de Capitais Brasileiro

2. A CUSTÓDIA DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

- 2.1. Depósito, Guarda e Custódia
- 2.2. Valores Mobiliários x Títulos de Créditos x Ativos Financeiros
- 2.3. Ativos Cartulares, Escriturais e a Imobilização e Desmaterialização
- 2.4. Registro x Depósito
- 2.5. Requisitos para a Prestação dos Serviços de Custódia
- 2.6. As Funções e Responsabilidades dos Custodiantes Perante a CVM, o CMN, a ANBIMA e a B3
 - 2.6.1. Custódia para Investidores
 - 2.6.1.1. Veículos de Investimento: Carteiras Administradas e Fundos de Investimento regidos pela a Instrução CVM 555
 - 2.6.1.2. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios regidos pela a Instrução CVM 356
 - 2.6.1.3. Constituição de Ônus e Gravames Sobre Ativos Financeiros e Valores Mobiliários
 - 2.6.2. Custódia para Emissores
 - 2.6.3. Os Serviços de Controladoria de Ativos e de Passivo e Tesouraria
- 2.7. O Contrato de Custódia

- 2.7.1. O Término do Contrato de Custódia
- 2.7.2. Análise Pontual da Jurisprudência Sobre os Serviços de Custódia: Estudo de Casos
 - 2.7.2.1. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/10415
 - 2.7.2.2. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5456
- 2.8. A Escrituração de Valores Mobiliários
- 2.9. A Atividade das Centrais Depositárias e Seus Participantes
 - 2.9.1. Central Depositária
 - 2.9.2. Câmara de Compensação e Liquidação
 - 2.9.3. B3: Participantes do Mercado
 - 2.9.3.1. Custodiante e Agente de Custódia
 - 2.9.3.2. Participante de Registro
 - 2.9.3.3. Agente de Depósito

3. BREVES NOTAS DE DIREITO COMPARADO SOBRE A CUSTÓDIA DE VALORES MOBILIÁRIOS NO EXTERIOR

- 3.1. O Papel do Custodiante perante a legislação dos Estados Unidos da América
- 3.2. O Papel do Custodiante perante a legislação da União Europeia

4. CRISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DE 2008 E SEUS IMPACTOS NO BRASIL: O PAPEL DOS CUSTODIANTES, ESCRITURADORES E CENTRAIS DEPOSITÁRIAS NA PREVENÇÃO DA CRISE

5. DESENVOLVIMENTOS FUTUROS E NOVAS TECNOLOGIAS

6. NOTAS CONCLUSIVAS

7. BIBLIOGRAFIA

1. NOTAS INTRODUTÓRIAS

Verifica-se que não há, no âmbito da literatura jurídica pátria, uma monografia, tese ou obra que analise de forma pormenorizada a prestação dos serviços atrelados à custódia de valores mobiliários no Brasil. Fundamentam o instituto, portanto, (i) a legislação que disciplina o mercado de capitais brasileiro, as instituições financeiras e as sociedades anônimas, dentre outras leis esparsas; (ii) as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”); (iii) os relatórios finais das audiências públicas realizadas pela CVM, nas quais os participantes do mercado e juristas especializados na área são consultados acerca de suas práticas e opiniões sobre o tema; (iv) a escassa jurisprudência do Poder Judiciário, bem como do Colegiado da CVM e do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”); (v) as autorregulamentações expedidas pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados (“ANBIMA”); (vi) as autorregulamentações expedidas pela BM&FBovespa e Cetip (Central de Custódia e de Liquidação Financeiras de Títulos) S.A. – Mercados Organizados (“Cetip”) – da B3 – Brasil Bolsa Balcão (“B3”), considerando a fusão entre BM&FBovespa e Cetip, ainda em fase de implementação – específicas às negociações realizadas em seus sistemas; e (vii) alguns capítulos de livros e/ou de dissertações e teses, bem como alguns poucos artigos sobre o mercado de capitais brasileiro, nos quais tal serviço, muitas vezes, é referido de forma tangencial.

A partir desta carência na doutrina brasileira, entende-se necessário tratar de um tema que, além de atual, é essencial para o bom funcionamento e desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais no Brasil, em decorrência das responsabilidades do depositário central, do custodiante e do escriturador – a serem tratadas de forma detalhada ao longo do presente trabalho – em especial, com relação à proteção das negociações realizadas no mercado e, conseqüentemente, do investidor.

Percebeu-se, após a crise econômico-financeira nos mercados financeiro e de capitais de 2008 – que teve início nos Estados Unidos da América, mas que, devido à importância financeira deste mercado, atingiu, progressivamente, os investimentos realizados por diversos outros países, alastrando-se em âmbito global – um avanço ou

um retorno, conforme o caso, de uma regulação mais intensa e protetiva nos mercados de vários países, incluindo-se o Brasil.

Nesta medida, as discussões a respeito da necessidade de revisão da legislação e regulamentação destes mercados se intensificaram nos Estados Unidos e na Europa, principais mercados afetados pela crise. Após intenso debate político e econômico, em julho de 2010, foi publicada nos Estados Unidos¹ a Lei Dodd-Frank (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*), com o intuito de garantir uma maior segurança, estabilidade e liquidez ao sistema financeiro norte-americano.

Outra grande referência, acerca dos debates iniciados pós-crise, é a formulação do *Principles for Financial Market Infrastructures*, em conjunto, pelo *Committee on Payment and Settlement Systems da Basileia - CPSS* (“CPSS”) e pelo *Comitê Técnico da International Organization of Securities Commissions – IOSCO* (“IOSCO”), publicado em abril de 2012²⁻³. Pode-se citar, ainda, a reforma da *Markets in Financial Instruments Directive* (“MiFID”)⁴, diretiva que tratava da negociação de instrumentos financeiros, com a publicação da MiFID II⁵ em 2014, cuja entrada em vigor ficou estabelecida para janeiro de 2018, devido ao alto grau de complexidade deste novo enquadramento jurídico e da necessidade de um número muito elevado de atos delegados e de execução⁶.

¹ “Nos EUA, onde prevalecia a autoregulação do sistema financeiro, os esforços para reverter esta situação têm sido notáveis. Em julho de 2010, Barack Obama, presidente dos EUA, assinou a Lei Dodd-Frank (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act), que traz diversos dispositivos bem adequados para controlar as atividades financeiras no país e promover o bom funcionamento de todo o sistema.” (HERBST, Kharen Kelm; DUARTE, Francisco Carlos. *A nova regulação do sistema financeiro face à crise econômica mundial de 2008*. In: Revista de Direito Econômico e Socioambiental, Curitiba, v. 4, n. 2, p. 16-38, jul./dez. 2013, p. 34).

² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. *Edital de Audiência Pública SDM n° 06/2013*, p. 1. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de agosto de 2016.

³ Referido documento está disponível em <http://www.bis.org/publ/cpss101a.pdf>. Acessado em 02 de agosto de 2016.

⁴ UNIÃO EUROPEIA. *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID). Directive 2004/39/EC.

⁵ UNIÃO EUROPEIA. *Markets in Financial Instruments Directive II* (MiFID II). Directive 2014/65/EU.

⁶ Nos termos do item (5) do Regulamento (UE) 2016/1033 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 23 de junho de 2016.

No Brasil, em linha com as discussões e regulamentações mencionadas, a CVM disponibilizou, mediante o Edital de Audiência Pública SDM n° 06, de 26 de agosto de 2013, proposta para reformar a Instrução CVM n° 89, de 8 de novembro de 1988 (“Instrução CVM 89”), a partir da expedição de três regras distintas acerca das atividades de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários.

Além da referida preocupação surgida após a crise financeira de 2008, a antiga Instrução CVM 89 encontrava-se bastante defasada com relação ao desenvolvimento tecnológico e operacional do mercado, e tratava de maneira muito rasa e superficial quanto à autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados, sendo aplicada, à época, inclusive, para as atividades de depósito centralizado, em conjunto com a Instrução CVM 461, de 23 de outubro de 2007.

A Instrução CVM 89, ainda, não dispunha dos requisitos mínimos para a prestação de tais serviços pelos participantes, ou, mesmo das necessidades sistêmicas e/ou operacionais que garantissem os direitos e a segurança dos investidores e dos emissores de valores mobiliários e, conseqüentemente, do próprio funcionamento eficiente do mercado⁷.

Dessa forma, utilizando-se, inclusive, de amplo debate e de comentários dos mais diversos participantes do mercado, órgãos autorreguladores e escritórios de advocacia, a CVM reformou a base regulatória que trata da autorização e da prestação dos serviços de depósito centralizado, de custódia e de escrituração de valores mobiliários através das publicações, respectivamente, das Instruções CVM 541, 542 e 543, de 20 de dezembro de 2013.

⁷ “A leitura destas instruções [Instrução CVM 89/88 e Instrução CVM 115/90], sobretudo da Instrução CVM 89, mostra que houve uma disciplina do procedimento para obtenção de autorização da CVM pelas instituições interessadas [nas atividades e serviços relacionados à guarda, custódia e depósito de ações] e muito pouco se regulou sobre como os serviços devem ser executados. Em que pese todas as atividades ou serviços objeto das instruções terem fundamento legal na Lei 6.385 ou na Lei 6.404, o texto da lei não detalha pontos relevantes da prestação dos serviços que competem ao regulador, em sua atividade normativa, definir em prol da agilidade decorrente de sua proximidade com o mercado e conhecimento técnico.” (PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob orientação do Prof. Titular Dr. Newton de Lucca, 2012, p. 68).

Na ótica legislativa e regulatória pátria, portanto, a atividade de custódia de valores mobiliários engloba uma série de serviços prestados (i) pelas centrais depositárias; (ii) pelos custodiantes; e (iii) pelos escrituradores, todos devidamente credenciados pela CVM.

Sem pretensões de se esgotar completamente o tema, o presente trabalho buscará analisar, de forma pormenorizada, o serviço de custódia de valores mobiliários prestado pelas entidades devidamente autorizadas perante a CVM e credenciadas pela ANBIMA para realização destas atividades, conforme o caso, dentre elas, os depositários centrais, os custodiantes e os escrituradores.

Primeiramente, pretende-se demonstrar a importância e a contribuição destas atividades no crescimento, desenvolvimento e expansão do mercado de capitais nacional, fortemente relacionado com a questão da segurança dos investidores, dos emissores e das operações realizadas no âmbito do mercado, garantindo o “fator confiança”, fundamental para que ocorram as negociações de valores mobiliários entre os agentes do mercado.

Ainda, será analisado o desenvolvimento legislativo e normativo que rege as atividades de custódia ao longo do próprio fomento do mercado de capitais brasileiro, relacionando os avanços regulatórios que surgiram a partir das necessidades exigidas pelos investidores, pelos emissores, pelos prestadores de diversos serviços e pelo próprio mercado.

Pretende-se no presente trabalho, inclusive, discutir a qual prestador de serviço caberia a responsabilidade pela existência do ativo financeiro ou do valor mobiliário em negociação no mercado de capitais. Seriam as centrais depositárias responsáveis, na medida em que, consolidam as informações, depósitos e registros dos ativos detidos pelos investidores e dos emissores destes títulos no mercado? Caberia aos custodiantes ou aos escrituradores, conforme o caso, quando da emissão do ativo? Ou, ainda, na relação entre o custodiante com o investidor, seria responsabilidade daquele averiguar a existência do ativo antes da realização de sua custódia aos demais títulos pertencentes aos investimentos do investidor?

Evidente, assim, que se trata de um ponto sensível e cuja análise deve ser realizada de maneira detalhada, a partir das relações e das negociações realizadas entre os participantes do mercado.

Em resumo, o trabalho buscará tratar do desenvolvimento, das características, dos requisitos normativos, bem como dos aspectos práticos da custódia de valores mobiliários prestada pelos participantes dos mercados financeiro e de capitais brasileiros. Na mesma medida, pretende-se demonstrar o relacionamento prático-normativo entre o custodiante, o escriturador e as centrais depositárias, inclusive, a partir da autorregulação expedida pelas centrais autorizadas pela CVM, tais quais, a BM&F Bovespa e a Cetip⁸ (atualmente denominadas de B3, após a fusão de ambas em 2017⁹).

1.1. Breves Anotações Sobre o Histórico e o Desenvolvimento dos Mercados Financeiro e de Capitais do Brasil

Para que a economia de um país possa crescer, deve-se buscar um aumento nos investimentos e na tomada de crédito, seja este proveniente das instituições financeiras ou através da emissão de valores mobiliários no mercado. Necessita-se, assim, de um fomento dos mercados financeiro e de capitais, muitas vezes, promovido pelo próprio Estado, principalmente, por meio de novas e mais robustas legislações, além de alguns incentivos para ingresso e manutenção de investimentos e operações nestes mercados.

Primeiramente, ressalta-se que o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro caminhou a pequenos passos, desde sua origem com a chegada da Corte portuguesa ao país. Em 1808 ocorreu a primeira emissão de ações no Brasil, uma

⁸ Dentre outras, o trabalho pretende analisar os requisitos e condições operacionais e de negociação exigidos pelas referidas centrais depositárias, a partir de seus manuais disponíveis ao mercado.

⁹ Ressalta-se que, até o presente momento, foram expedidas apenas algumas novas normas autorregulatórias, considerando a fusão entre BM&F Bovespa e Cetip e a formação da B3, havendo, ainda, regras antigas e expedidas individualmente pela BM&F Bovespa e Cetip em vigor aos participantes do mercado.

espécie de *Initial Public Offerin* (IPO), porém sem as características de um *underwriting*¹⁰⁻¹¹, de 1.200 títulos do Banco do Brasil¹².

Duas décadas depois, em 1828, o Tesouro anunciou a venda de 1.400 contos em títulos, cuja colocação ao mercado foi realizada por meio de um consórcio liderado por alguns jovens influentes da época – e que mais tarde se tornariam os condes de Bonfim e Itamaraty – estabelecendo-se um verdadeiro *underwriting*. Este pode ser considerado o marco inicial do mercado de capitais no Brasil¹³.

Progressivamente, com o surgimento e o desenvolvimento de novas praças de comércio¹⁴ – eufemismo português para a designação de “bolsa” – pelas maiores cidades do país, a negociação de mercadorias, moedas, fretes, seguros e, posteriormente, de títulos ou valores foi adquirindo forma e permitindo um fomento, ainda que, embrionário deste mercado.

Além da praça de comércio do Rio de Janeiro, foram estabelecidas bolsas em Salvador, Santos e São Paulo, dentre outras localidades, conforme se formavam novos núcleos econômicos no Brasil, sejam em função da extração de metais preciosos ou da plantação de açúcar e café para exportação. Desta forma, havendo uma relevância econômica da região, grupos de comerciantes e empreendedores se reuniam para a criação de uma praça de comércio local.

¹⁰ Entende-se por *underwriting* a oferta pública de títulos emitidos por uma companhia, a partir de uma instituição financeira contratada pela companhia para realizar essa colocação de ativos no mercado.

¹¹ “A subscrição de ações do Banco do Brasil, a partir de 1808, foi a primeira operação de mercado de capitais a acontecer em território brasileiro. Não se pode classificá-la nos termos que hoje conhecemos. Não foi um *underwriting*, pois não havia intermediários ou outras instituições envolvidas. Mas ocorreu, sem dúvida, apesar de exótico, um lançamento público de ações, uma captação de recursos para capitalização da primeira sociedade anônima de existência plena em solo brasileiro.” (CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, p. 17) (grifos do autor).

¹² BARCELLOS, Marta (org.); AZEVEDO, Simone. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p. XIV.

¹³ BARCELLOS, Marta (org.); AZEVEDO, Simone. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010, p. XV.

¹⁴ Conforme Código Comercial Brasileiro de 1850: “Art. 32 – Praça de comércio é não só o local, mas também a reunião de comerciantes, capitães e mestres de navios, corretores e mais pessoas empregadas no comércio. Este local e reunião estão sujeitos à polícia e inspeção das autoridades competentes.”.

Mais tarde, já na República, com o incentivo de novas medidas público-privadas, pôde-se perceber um avanço mais acentuado dos mercados financeiro e de capitais, especialmente a partir da segunda metade da década de 1960¹⁵, e, novamente, nos anos 1990-2000, após a estabilização da moeda e o incentivo à poupança popular.

Até então, os mercados financeiro e de capitais do Brasil eram incipientes e relativamente desorganizados. Existiam apenas leis e decretos esparsos, sem a consistência de uma política unitária, sequer havendo uma instituição bancária central da economia brasileira, e as funções típicas de um órgão como esse eram desempenhadas por uma série de instituições, como o Tesouro Nacional, a Superintendência da Moeda e do Crédito e o próprio Banco do Brasil, estando na cúpula desse sistema o Conselho da Superintendência da Moeda e do Crédito¹⁶.

Nesta fase, havia a necessidade de contenção de um processo inflacionário em curso, que dificultava o desenvolvimento do setor privado, além da preocupação com o aperfeiçoamento dos mercados financeiro e de capitais nacionais, o que só foi possível com intensas reformas institucionais, a partir da superação do imobilismo político promovido pelas características autoritárias do regime militar pós-1964¹⁷⁻¹⁸.

Pode-se perceber, assim, que a regulamentação dos mercados financeiro e de capitais está diretamente relacionada ao papel do Estado na economia nacional. Diante da necessidade de reformulação do Sistema Financeiro Nacional¹⁹, foram promulgadas

¹⁵ “Em especial no caso brasileiro, [...] quando da grande reformulação do sistema financeiro nacional, em meado[s] da década de 1960, procurou-se estimular o mercado de capitais como alternativa de financiamento à atividade empresarial, menos custosa e mais eficiente do que o recurso aos bancos.” (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 126-127).

¹⁶ ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. Col. Direito Desenvolvimento Justiça. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 32-33.

¹⁷ Neste sentido: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. Col. Direito Desenvolvimento Justiça. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 33.

¹⁸ “Com a tomada do poder, em 1964, pelo governo militar – e com a ida do professor Octávio Gouveia de Bulhões para o Ministério da Fazenda e do economista Roberto Campos para o recém-criado Ministério do Planejamento –, tem início o esforço para a criação de um mercado acionário com porte suficiente para financiar o crescimento da grande indústria nacional.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, p. 159).

¹⁹ “Um sistema financeiro pode ser caracterizado por um conjunto de instituições e regras que viabilizam, de forma organizada e regulamentada, a troca de recursos entre poupadores e tomadores.

Portanto, define-se o Sistema Financeiro Brasileiro (SFB) como o conjunto de instrumentos, mecanismos e instituições que asseguram a canalização da poupança para investimento, ou seja, dos setores que possuem recursos financeiros superavitários para os que desejam ou necessitam de recursos

(i) a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964²⁰ (“Lei 4.595/64”), que criou o Conselho Monetário Nacional (“CMN”)²¹; (ii) a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (“Lei 4.728/65”), conhecida como a Lei do Mercado de Capitais, com o objetivo de disciplinar este mercado²²; e (iii) do Decreto-lei nº 157, de 10 de fevereiro de 1967 (“Decreto-lei 157”), o qual permitiu às pessoas físicas e jurídicas abaterem certo percentual do montante devido a título de Imposto de Renda, a partir da aquisição de “Certificados de Compra de Ações”.

Vale ressaltar que com a Lei 4.728/65 houve a criação no Brasil do Sistema de Distribuição do Mercado de Capitais, com base no modelo norte-americano²³ e que,

(deficitários).” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo*. São Paulo: B3 Educação, p. 10. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>. Acessado em 04 de abril de 2019).

²⁰ “A Lei nº 4.595/1964, conhecida como Lei da Reforma Bancária, criou o Banco Central do Brasil (BACEN) e substituiu o conjunto de normas esparsas que disciplinavam o mercado, à época, promovendo uma profunda alteração no contexto do sistema financeiro nacional, especialmente com vistas a possibilitar a implementação da política monetária, creditícia e cambial, indispensável ao seu desenvolvimento.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 243).

²¹ “Para criar um sistema que servisse às funções, o Governo estabeleceu um novo processo regulador. Em primeiro lugar, substancial autoridade regulamentar foi delegada ao Banco Central, via Conselho Monetário Nacional. A Lei do Mercado de Capitais estabeleceu as regras mais gerais e deixou para o CMN a tarefa de desenvolver um corpo funcional de regulamentação através da emissão de resoluções.” (TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ; Paulo Fernandes; RODRIGUES, José Rodrigo (org.). *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2ª Ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011, p. 228.).

²² “A Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, chamada de Lei do Mercado de Capitais, era o prosseguimento natural das reformas estruturantes do governo Castello Branco, apenas seis meses depois da criação do Conselho Monetário e do Banco Central. O objetivo principal era quebrar o contexto monolítico e notarial das bolsas de valores, que vigorava em plenitude desde 1890 e cujas origens remontavam à Lei de Entraves, de 1860. Mas a oportunidade foi usada também para criar o chamado Sistema de Distribuição no Mercado de Capitais, que promovia uma hierarquização das atividades de novas instituições financeiras. Além disso, estabeleceu-se um registro prévio de emissões de títulos e empresas para acesso ao mercado no âmbito do Banco Central, transformando-o no primeiro órgão regulador do mercado de capitais no Brasil. Assim também ocorreram inovações em diversas modalidades de papéis e formas societárias mais adaptadas às circunstâncias daquele momento econômico.” (CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, p. 185).

²³ “A inspiração de todas as mudanças na arquitetura das bolsas e a criação do Sistema de Distribuição no Mercado de Capitais foi extraída de instituições norte-americanas. Nada mais lógico, pois os Estados Unidos contavam com as bolsas mais desenvolvidas e uma cadeia de intermediários que exercia plena e satisfatoriamente a tarefa de originar e promover a colocação dos títulos emitidos pelas empresas americanas. Com isso, o Brasil abandonava a influência francesa que comandara a legislação bursátil desde os 1890.” (CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, p. 186).

dentre outras consequências, transformou os corretores de fundos públicos – pessoas físicas – em sociedades de corretoras, exigindo a profissionalização destes agentes²⁴.

O Decreto-lei 157, em conjunto com as demais normas mencionadas acima, permitiu uma impulsão desenfreada do mercado de renda variável, ainda rudimentar e despreparado para a demanda que se estabelecia no país, apesar das tentativas legislativas de sofisticação deste mercado.

O mercado de capitais, portanto, carecia de uma organização mais estruturada e aperfeiçoada, frente ao crescimento descomedido que enfrentava. Tardamente, depois do estouro da bolha especulativa que se formara nas bolsas de valores nacionais e da crise ocorrida em 1971, foram promulgadas duas leis que dariam os novos contornos do mercado de capitais brasileiro.

Objetivava-se à época, reconquistar a confiança dos investidores, trazendo-os de volta ao mercado de capitais, a partir da criação de um arcabouço institucional mais sofisticado. Desta forma, as leis n^{os} 6.385 e 6.404, de 7 e 15 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76” e “Lei 6.404/76”), respectivamente, implementaram, dentre outras medidas relevantes, a criação da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e a delimitação de sua competência, autarquia completamente segregada do Banco Central do Brasil (“BCB”), e o estabelecimento dos requisitos para constituição, funcionamento e desenvolvimento das Sociedades Anônimas.

Posteriormente, em especial a partir da década de 2000, com a estabilização da moeda nacional, a permissão da entrada de investimentos estrangeiros no país e o incentivo à poupança popular, o mercado de capitais brasileiro passou por um novo crescimento, impulsionado pela situação econômica favorável²⁵ do país e do mundo.

²⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *História do Mercado de Capitais*. Artigo acadêmico eletrônico publicado no website Portal do Investidor. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html. Acessado em 01 de maio de 2019.

²⁵ “O mercado de capitais ocupou a partir de meados dos anos 2000 uma posição de liderança no processo de desenvolvimento econômico do Brasil. Dessa forma, retomou sua função essencial de prover recursos para os investimentos, atividade esta que tinha perdido sua relevância devido às constantes crises que o País viveu após o segundo choque do petróleo no final da década de 1970.

Essa tendência começou com a estabilização proporcionada pelo Plano real. Políticas fiscais e monetárias consistentes, taxa de câmbio flutuante e uma série de reformas na regulação do mercado financeiros e de capitais colocaram o Brasil em destaque internacional e a Bolsa brasileira, a

Percebe-se, assim, que o incentivo do Estado é essencial para o desenvolvimento e crescimento destes mercados. Entretanto, a criação de novas leis – que busquem a ampliação e o fomento dos referidos mercados – são processos longos e morosos, que devem obedecer a diversos ritos legais, o que não condiz com a velocidade, agilidade e praticidade dos negócios comerciais, bem como com o funcionamento eficiente dos mercados financeiro e de capitais. Desta forma, uma das soluções para o aprimoramento dos mercados foi a criação e expansão de órgãos reguladores, dotados de poderes, conferidos por lei, para fiscalizar, supervisionar e regular os participantes destes mercados.

Os órgãos criados pelo Estado, portanto, teriam a possibilidade de atuar de maneira mais próxima dos entes e instituições participantes dos mercados financeiro e de capitais, a partir da publicação de instruções, deliberações, circulares e outros normativos, de forma ágil e altamente especializada.

Nota-se, portanto, uma retirada da presença direta do Estado na economia, além da ampliação no número e nas funções de órgãos e autarquias estatais, a partir da década de 1990, o que possibilitou a expansão de uma forte regulamentação em diversos setores, dentre eles, dos mercados financeiro e de capitais nacionais²⁶.

Acerca dos órgãos reguladores destes mercados, destaca-se, no presente trabalho, o CMN e a CVM, cujos objetivos, escopos e competências serão tratados a seguir.

A Lei 4.595/64 dispõe que o CMN possui a finalidade de formular a política da moeda e do crédito no Brasil, objetivando o progresso econômico e social do país²⁷, sendo constituído pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, Orçamento e Gestão e

BM&FBovespa, como uma das maiores do mundo.” (PINTO, Edemir. *In*: ALVES, Ney Castro. *O futuro em 10 anos: o novo mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Editora de Cultura, 2010, p. 17).

²⁶ “Retrai-se a presença direta do Estado no domínio econômico e sua principal atuação passa a repousar sobre o aspecto ‘regulatório’, disciplinador do comportamento dos agentes econômicos prestadores de serviços públicos. Para cada setor privatizado, uma lei específica. O Estado, que atuava *na* economia, passa a agir mais intensamente sobre a economia. A palavra ‘regulação’ é inserida no contexto brasileiro no início dos anos 90 com evidente carga ideológica, significando ‘menos Estado e mais sociedade’.” (FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: Da mercancia ao mercado*. 3ª ed., rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 126).

²⁷ Nos termos do artigo 2º da Lei 4.595/64.

pelo Presidente do BCB. Paralelamente, a CVM é instituída como uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária²⁸.

Cabem ao CMN e à CVM, no exercício de suas competências, (i) 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; (ii) assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; (iii) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado; (iv) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (v) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; e (vi) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários, dentre objetivos previstos no artigo 4º da Lei 6.385²⁹.

A proteção dos investidores e a garantia de um mercado justo, eficiente e transparente compõem os objetivos regulatórios amplamente reconhecidos na legislação e na regulamentação vigente, nacionais e internacionais. A eficiência, a confiança e, conseqüentemente, o próprio fomento do mercado dependem, diretamente, das práticas que exigem o acesso transparente e igualitário das informações aos investidores do mercado e das vedações às condições artificiais de preço, oferta e demanda de valores mobiliários.

Paralelamente ao desenvolvimento histórico e econômico, o avanço da tecnologia, da informática e dos procedimentos eletrônicos influenciou profundamente o

²⁸ Nos termos do artigo 5º da Lei 6.386/76.

²⁹ “O art. 4º da Lei 6.385 estabelece as finalidades que o CMN e a CVM, no exercício de suas competências, devem buscar satisfazer. Justamente por ser um dispositivo programático, que institui diretrizes aos reguladores, ele apresenta regras das mais importantes para o mercado de valores mobiliários brasileiro. Nele se encontram as premissas, o direcionamento e os propósitos da regulação nacional sobre o tema. Fixa, portanto, parâmetros para formulação das já mencionadas políticas públicas na área, as quais, por seu turno, devem se alinhar aos objetivos nacionais constitucionalmente previstos.” (CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 115-116).

progresso dos mercados financeiro e de capitais, exigindo novas estruturas e governanças por parte das instituições financeiras e demais participantes destes mercados³⁰.

Pode-se citar, dentre outros exemplos, a criação pela Bovespa³¹ do Mega-Bolsa³² em 1997 e do *Home Broker*³³ em 1999, mediante a informatização de todo o operacional de negócios na bolsa de valores, permitindo um maior volume no fluxo de informações, dados e operações diárias³⁴.

Neste período, ainda, importante citar a publicação da Medida Provisória nº 2.008, de 14 de dezembro de 1999, posteriormente convertida na Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001 (“Lei 10.214/01”), que trata do sistema de pagamentos brasileiro e da criação das *clearings*, câmaras e demais prestadores de serviços de compensação e de liquidação³⁵. Buscou referida norma, em conjunto com a Lei 4.595/64, estabelecer como

³⁰ “Over the past two decades, recording ownership in financial instruments by means of an electronic book entry, instead of through physical stock certificates has become more prevalent. The widespread use of electronic book entry to register and keep track of ownership changes in securities has led to a major change in market practices and processes creating new challenges and risks.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes’ Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 5. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019).

³¹ Ressalta-se que a fusão entre a Bovespa e a BM&F, que deu origem à atual BM&F Bovespa, ocorreu apenas em 2008.

³² Sistema de negociação que engloba o pregão viva voz e terminais remotos, ampliando a capacidade de registro dos negócios e do volume de operações realizadas pela Bovespa.

³³ “De acordo com a Bovespa, define-se por Home Broker ‘o acesso ao sistema de operações da BOVESPA efetivado por um cliente final via Internet, através da página de uma corretora de valores mobiliários’. É a forma eletrônica de negociação de ações que utiliza a internet como veículo de comunicação entre o investidor e a corretora. (PINHEIRO, Marcela Maciel; GOMES, Carlos Francisco Simões. *Evolução do Mercado Acionário: Home Broker – Estudo de Caso HSBC*. Disponível em: http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/285_artigohsbc.pdf. Acessado em 28 de julho de 2016).

³⁴ “Também vital e de amplo alcance quanto a expansão do mercado acionário foram os seguidos e permanentes aprimoramentos tecnológicos e de controle dos mercados, patrocinados por BOVESPA e BM&F tanto enquanto entidades independentes como após a fusão. No início dos anos 1990, o primeiro ano do governo Collor, a BOVESPA introduziu o Computer Assisted Trading System (CATS). A esse se seguiu, em 1997, o estabelecimento de um sistema mais avançado, o Mega Bolsa, apesar de todos os percalços e dificuldades existentes à época. Assim também, dois anos depois, foi inaugurado o Home Broker, programa que permite ao investidor operar no mercado a distância, a partir de seu computador pessoal, doméstico ou profissional.” (CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, p. 254).

³⁵ “Ao lado das normas prudenciais, de essencial importância para a efetiva disseminação do crédito, solidez e normalidade do mercado, foi a reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro, lastreada pela Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001. Esse marco legal representou maior eficiência dos instrumentos de pagamento e o surgimento de novos produtos bancários. Propiciou também o aumento da liquidez no

competência do BCB e da CVM atuar na maior eficiência do sistema de pagamentos, zelando pela liquidez e solvência das instituições financeiras brasileiras³⁶⁻³⁷.

“Os mercados de capitais afetam o crescimento econômico por meio da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem volumes expressivos de recursos a longos prazos. No entanto, os investidores geralmente são refratários a comprometer recursos por longos períodos. Os mercados de capitais tornam estes investimentos líquidos, portanto, menos arriscados e mais atraentes aos investidores. Assim sendo, a liquidez propiciada pelos mercados de capitais pode melhorar a alocação de recursos da economia à medida que redireciona recursos de projetos com baixos retornos e curta maturação para projetos com altos retornos e longa maturação³⁸.”

O Sistema de Pagamentos Brasileiro (“SPB”) é responsável por toda a liquidação das obrigações contraídas no âmbito do mercado de capitais. Devido ao extenso volume de obrigações assumidas, bem como à complexidade das operações que ocorrem nestes mercados, é necessário um sistema integrado e robusto que permita o cumprimento das obrigações e, portanto, o devido pagamento às partes credoras.

Acerca da importância do pagamento no SPB:

“[...] é um sistema [SPB] preordenado à liquidação de obrigações contraídas no âmbito dos mercados financeiro e de capitais. No que tange a estas obrigações, que se entrelaçam com muitas outras, formando uma verdadeira cadeia de trocas, o pagamento é momento jurídico crítico: se ocorre em relação a uma delas, será possível honrar as demais, que dependem de seu adimplemento; se não ocorre, a câmara ou o prestador de serviços de compensação e de liquidação adota as providências necessárias e suficientes a que o ativo ou a

mercado secundário de títulos públicos e privados e o estímulo à concorrência no setor financeiro – de modo a alavancar a oferta de crédito na economia; além de uma redução do risco sistêmico.” (ALVES, Sérgio Darcy da Silva; ALVES, Tatiana Muniz Silva. *A experiência brasileira de regulação: um caso de sucesso?* In: GIAMBIAGI, Fabio; GARCIA, Marcio. Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 181).

³⁶ AGUIAR JÚNIOR, Nelson Alves. *Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro*. Texto que serviu de base à palestra realizada no dia 29 de novembro de 2000, no 8.º Encontro de Juristas Bancários de Expressão Oficial Portuguesa, ocorrido no período de 27 a 29 de setembro de 2000, no Edifício-Sede do Banco Central do Brasil, situado em Brasília, Distrito Federal, p. 4. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 06 de junho de 2018.

³⁷ Lei 4.595/64: “Art. 3º A política do Conselho Monetário Nacional objetivará: [...] VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras”.

³⁸ CARVALHO; Antonio Gledson de. *Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil*. In: *Economia Aplicada* (Impresso), v. 4, n. 3, São Paulo, 2000, p. 596.

importância devida seja entregue ao participante, evitando, assim, a deflagração de uma crise sistêmica³⁹⁻⁴⁰.”

Integram o SPB, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, os seguintes sistemas, na forma de autorização concedida às respectivas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, pelo BCB ou pela CVM, em suas áreas de competência: (i) de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; (ii) de transferência de fundos e de outros ativos financeiros; (iii) de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; (iv) de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e (v) outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma do artigo 2º da Lei 10.214/01⁴¹.

Por fim, vale mencionar o Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic), o qual é responsável pela custódia e registro de transações envolvendo títulos públicos federais. O Selic é gerido pelo BCB, integrando a infraestrutura do mercado financeiro (IMF), e assumindo papel fundamental nos possíveis casos de falência ou insolvência de instituições financeiras. A partir da liquidação em tempo real de títulos públicos federais, bem como do registro de tais transações em seus bancos de dados, o

³⁹ AGUIAR JÚNIOR, Nelson Alves. *Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro*. Texto que serviu de base à palestra realizada no dia 29 de novembro de 2000, no 8.º Encontro de Juristas Bancários de Expressão Oficial Portuguesa, ocorrido no período de 27 a 29 de setembro de 2000, no Edifício-Sede do Banco Central do Brasil, situado em Brasília, Distrito Federal, p. 4. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 06 de junho de 2018

⁴⁰ “Entre muitas outras iniciativas, a partir de 2000, toda a estrutura da BM&F se envolveu na criação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), que começou a funcionar em abril de 2002. Trata-se de um sofisticado processo eletrônico de liquidação de negócios. Com o SPB os pagamentos passaram a ser feitos com transferências em tempo real, contra a conta de reserva do banco liquidante da operação. A conta de reserva é a conta corrente da instituição financeira no Banco Central, ou seja, dinheiro vivo e não apenas uma promessa de pagamento. As liquidações ocorrem em horários certos, em cada uma das *clearings* da bolsa. Em apenas alguns poucos segundos os recursos das empresas em débito são recebidos, e pagos os valores respectivos às que possuem posições credoras. Inclusive, liquidam-se na *clearing* de câmbio da bolsa operações internacionais realizadas no mercado interbancário de moedas no Brasil. São bilhões de dólares diários que transitam com a maior segurança entre as contas de compradores, vendedores, *hedgers* etc. Com o SPB eliminou-se definitivamente a circulação de cheques ou outros documentos físicos, trazendo enorme segurança ao mercado. Jamais existirá novamente algo como o chamado Caso Nahas, de 1989.” (CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014, p. 255) (grifos do autor).

⁴¹ Conforme artigo 2º da Lei 10.214/01.

Selic é capaz de coibir fraudes e prevenir o contágio de insolvências em outras instituições⁴².

Dentre os sistemas citados acima, apenas um deles não pertence à zona de supervisão e fiscalização do BCB, qual seja, o de compensação e liquidação de obrigações relativas às operações com títulos e valores mobiliários, ficando este sistema sob a responsabilidade da CVM. Entretanto, diferentemente do BCB, a Comissão atua muito menos no que concerne às atividades de compensação e de liquidação em si mesmas consideradas, e muito mais no sentido de fixar regras e procedimentos relacionados aos aspectos estrutural e organizacional das entidades que desempenham tais atividades no mercado⁴³, determinando os preceitos, por exemplo, para o estabelecimento e a atividade das centrais depositárias, além dos demais participantes do mercado como as corretoras, os distribuidores, os escrituradores e os custodiantes.

Procurou-se apontar, assim, neste capítulo, os breves e mais relevantes fatos históricos acerca do desenvolvimento do mercado financeiro e, principalmente, do mercado de capitais, demonstrando o avanço normativo brasileiro que possibilitou a criação e consolidação destes mercados, de seus sistemas e de seus agentes.

Da mesma forma, o serviço de custódia de valores mobiliários, tratado com maior destaque adiante, sofreu uma série de evoluções, em conjunto com as demais tendências dos mercados financeiro e de capitais, ora em razão das necessidades exigidas pelo próprio mercado, ora em decorrência do desenvolvimento tecnológico da sociedade; e, ainda, conforme ocorre, atualmente, devido às novas regulamentações expedidas pela CVM, que exigiram um conjunto de adaptações estruturais e operacionais destes prestadores de serviços.

⁴² Informação a respeito do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia, divulgada pelo Banco Central do Brasil e disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sistemaselic>. Acessado em 11 de junho de 2019.

⁴³ AGUIAR JÚNIOR, Nelson Alves. *Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro*. Texto que serviu de base à palestra realizada no dia 29 de novembro de 2000, no 8.º Encontro de Juristas Bancários de Expressão Oficial Portuguesa, ocorrido no período de 27 a 29 de setembro de 2000, no Edifício-Sede do Banco Central do Brasil, situado em Brasília, Distrito Federal, p. 7. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 06 de junho de 2018.

1.2. *A Importância da Legislação, Regulação e Autorregulação no Fomento do Mercado de Capitais Brasileiro*

Conforme tratado anteriormente, o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro está intrinsecamente relacionado ao avanço normativo e às condições por ele proporcionadas, que serviram de base para o estabelecimento e incentivo de ingresso das instituições participantes e dos investidores neste mercado.

Assim como a legislação foi fundamental para este desenvolvimento, o surgimento de novas regulamentações deu os contornos necessários para o surgimento e a criação de novos produtos e serviços, garantindo, ainda, proteção e segurança ao mercado e aos investidores.

Considerando que a lei possui trâmites e requisitos mínimos a serem observados para sua expedição pelo Estado, muitas vezes, o dinamismo do mercado necessita de um poder normativo mais ágil e eficaz, que garanta a ordem e a eficiência de seus participantes, proporcionando, ainda, direitos e proteções aos usuários dos serviços prestados nestes mercados. Dentro do escopo do mercado de capitais não é diferente, de forma que a regulamentação é essencial para o seu bom funcionamento, resguardando os direitos do investidor e promovendo segurança e proteção às negociações de ativos e valores mobiliários no país.

“No Brasil, o sistema de regulação do mercado de capitais é composto por reguladores estatais, entidades de autorregulação por exigência legal (mercados organizados e entidades de compensação e liquidação) e entidades de autorregulação voluntária.

Nesse sistema, os reguladores estatais usualmente editam normas de caráter mais genérico, apontando as bases da regulação e cuidando de normatizar as condutas que, no entendimento do regulador, têm maior relevância para o bom funcionamento do mercado. Como não poderia deixar de ser, a regulação estatal está sujeita a maiores formalidades e, por isso mesmo, nem sempre consegue acompanhar de pronto as mudanças ocorridas no mercado. É louvável a posição do regulador estatal que evita descer a normas mais detalhadas, que podem ficar rapidamente ultrapassadas, e merecer frequentes atualizações. Mas nem sempre a regulação estatal é suficiente para atender às demandas regulatórias. Normas mais detalhadas, mais próximas ao dia a dia dos agentes de mercado podem se fazer necessárias. É necessário também rapidez na elaboração das normas, que devem acompanhar as contínuas mudanças do mercado, não podendo se tornar um fator impeditivo de suas inovações. É para

atender a esses casos que a autorregulação complementa o sistema regulatório⁴⁴.”

É função do Estado, nos termos do artigo 174 da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988⁴⁵ (“Constituição Federal”) e dos ditames da Lei 6.385/76, assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de capitais, devendo, ainda, proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, dentre outras responsabilidades. Estas funções recaem ao CMN e à CVM, conforme tratado anteriormente, que deverão expedir regulamentações próprias, além de atuar na supervisão e fiscalização dos agentes e do próprio mercado.

Sem prejuízo da competência do CMN, a CVM detém autonomia para regular os participantes do mercado de capitais, instituindo regras, princípios e critérios a serem respeitados por todas as instituições atuantes, bem como pelos investidores, garantindo eficiência, robustez e segurança à negociação de ativos e valores mobiliários no Brasil.

“Como são papéis [ativos e valores mobiliários] que captam recursos do público, ou, como afirmam alguns autores e leis, movimentam, a economia popular, precisam ser regulamentados, no interesse deste público que na medida do possível não deve ser ludibriado, como, por exemplo: pela venda de títulos e valores mobiliários, destituídos de valia (frios) e emitidos irregularmente ou até mesmo fraudulentamente. Comparece então o Estado, pelo seu ramo executivo e protege o investidor/poupador, criando a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, cuja função é ordenar e fiscalizar o mercado de capitais em todos os seus aspectos, controlando as emissões das sociedades por ações abertas, fiscalizando as bolsas de valores e o mercado de balcão, organizado ou não⁴⁶.”

⁴⁴ CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *Regulação e Autorregulação*. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM (org). *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017, pp. 185 e 186.

⁴⁵ Constituição Federal – “Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.”.

⁴⁶ ASHTON, Peter Walter. *Títulos de crédito e valores mobiliários: uma análise diferenciadora*. In: Tôres, Heleno Taveira (coord). *Tributação nos mercados financeiro e de capitais e na previdência privada*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 401.

Pode-se definir *regulação* como o emprego de instrumentos legais necessários à implementação de objetivos de política econômica e social.⁴⁷ A regulação de determinada atividade, assim, importa no estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre⁴⁸.

A regulação inclui, ainda, outras atividades, além da regulamentação, isto é, da expedição de normas a serem observadas e cumpridas pelos agentes, conforme explica Yazbek a seguir:

“[...] a expressão regulação engloba as atividades estatais que vão da criação de normas, passando pela sua implementação por meio de determinados atos administrativos e pela fiscalização do seu cumprimento, até a punição dos infratores. O regulador exerce um poder normativo, um poder executivo e um poder ‘parajudicial’⁴⁹.”

A regulação objetiva, orientada pelos interesses públicos, garantir a proteção aos investidores, a eficiência do mercado de capitais, a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, evitando, ainda, a concentração de poder econômico e impedindo situações de eventual conflitos de interesses⁵⁰.

Primordialmente, a regulação deve promover a confiança dos investidores nas entidades que emitem publicamente seus valores mobiliários, assim como naquelas que os intermedeiam ou propiciam os ambientes ou mecanismos de negociações, de custódia, compensação e liquidação das operações⁵¹.

A CVM tornou-se uma entidade autárquica de regime especial⁵², a partir da publicação da Medida Provisória nº 8, de 31 de outubro de 2001, posteriormente

⁴⁷ DEN HERTOOG, Johan. *General Theories of Regulation*. In: Encyclopedia of Law and Economics, 1999, pp. 223. Disponível em: <https://dspace.library.uu.nl/handle/1874/19806>. Acessado em 01 de maio de 2019. (tradução livre).

⁴⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 13.

⁴⁹ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 184 (grifos do autor).

⁵⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 18.

⁵¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 18.

⁵² Lei 6.385/76 – “Art. 5º - É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios,

convertida na Lei nº 10.411, de 26 de fevereiro de 2002, obtendo, assim, o status de agência reguladora independente⁵³ do mercado de capitais.

Nos termos do artigo 8º da Lei 6.385/76, compete à CVM: (i) regulamentar, com observância da política definida pelo CMN, as matérias expressamente previstas na referida lei e na lei de sociedades por ações (Lei 6.404/76); (ii) administrar os registros instituídos pela Lei 6.385/76 (agentes pertencentes ao sistema de distribuição de valores mobiliários, auditores independentes, companhias abertas e demais emissores de valores mobiliários, fundos de investimento, dentre outros exemplos); (iii) fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o art. 1º da referida lei, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; (iv) propor ao CMN a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; e (v) fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

Verifica-se que é função da CVM, desde permitir os registros de agentes econômicos até supervisionar e fiscalizar as atividades promovidas por eles, regulamentando, assim, todo o funcionamento do mercado de capitais brasileiro. Dentro desta função normativa, a autarquia é responsável por editar deliberações, ofícios-circulares, instruções e outros atos normativos, delimitando o escopo de atuação de cada participante do mercado, assim como determinando suas obrigações e deveres perante o mercado e os investidores.

Quanto à autorregulação, existem dois grandes modelos no Brasil e no exterior: (i) voluntária ou privada; e (ii) legal ou obrigatória. Os principais exemplos da autorregulação voluntária brasileira (a) os regulamentos de listagem dos segmentos especiais de listagem da B3 (Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado,

dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.”

⁵³ “Conceitua-se como agência reguladora independente a autarquia dotada de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um Colegiado em que seus membros são nomeados pelo Presidente da República e detêm mandato por tempo determinado.” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 245).

Nível 2 e Nível 1⁵⁴), bem como a fiscalização e supervisão de seus cumprimentos; e (b) códigos, diretrizes, manuais, deliberações, entre outros, editados, fiscalizados e supervisionados pela ANBIMA. Diametralmente, são resultado da autorregulação obrigatória no país as normas e regulamentos expedidos, fiscalizados e supervisionados pelas entidades administradoras de mercados organizados, isto é, pela BSM – BM&F Bovespa Supervisão de Mercados, órgão interno à B3⁵⁵.

Com o objetivo de fortalecer as instituições e o mercado, atuando na representação de bancos, gestores de recursos, corretoras, distribuidores de valores mobiliários e administradores fiduciários, a ANBIMA, principal órgão autorregulador voluntário do mercado nacional, estabelece como um de seus compromissos a autorregulação de seus associados. Dessa forma, visa a comprometer seus associados com as melhores práticas de negócios⁵⁶, a partir da publicação de normas e da fiscalização e supervisão de suas atividades.

Percebe-se no mercado de capitais brasileiro, assim, uma forte presença da autorregulação, seja em decorrência da própria obrigatoriedade imposta pela regulação, bem como da organização dos participantes do mercado em associações, tais quais a ANBIMA e a AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais⁵⁷.

Vale ressaltar que a regulação e autorregulação se diferenciam, dentre outros aspectos, pela abrangência de suas normas, principalmente com base na inversão do princípio da legalidade que as rege:

⁵⁴ Para maiores informações sobre os seguimentos de listagem de ativos e valores mobiliários: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/

⁵⁵ TANNOUS; Thiago Saddi. Comentários acerca dos artigos 15, 16, 17 e 18 da Lei 6.385/76. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei n° 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 367-368.

⁵⁶ DONAGGIO, Angela. Regulação e autorregulação do mercado de capitais. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. Col. Direito Desenvolvimento Justiça. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 190.

⁵⁷ A AMEC é uma associação de investidores institucionais que busca o desenvolvimento do mercado de capitais através da proteção dos direitos dos acionistas minoritários. Considerando o tema do presente trabalho, esta associação, suas regras e autorregulação não fazem parte do escopo estudado, de forma que serão analisadas apenas as autorregulações promovidas pela ANBIMA e pela B3, única central depositária atualmente ativa no país.

“Uma das características mais peculiares da autorregulação reside na inversão do princípio da legalidade que rege a regulação estatal: nesta, ao órgão regulador permite-se tudo aquilo – e somente aquilo – previsto em lei; já em matéria de autorregulação, a equação é invertida e passa-se a permitir tudo aquilo que não é vedado por lei.

As consequências dessa mudança de perspectiva são extraordinárias, pois, ao abrir espaço para a criatividade dos agentes privados, amplia-se substancialmente o leque de potenciais soluções autorregulatórias⁵⁸”.

O objetivo da autorregulação, portanto, vai muito além do que simplesmente aprimorar as práticas de intermediação e negociação de ativos e valores mobiliários. Ela busca preservar a integridade do mercado de forma que sejam mantidas as condições necessárias para a justa formação do preço dos ativos nele negociados⁵⁹, garantindo segurança e proteção ao investidor e aos emissores, a partir de estratégias voltadas à prática e a operacionalização dos negócios.

A autorregulação permite, ainda, uma estrutura mais barata de regulação, na medida em que não é financiada pelo Estado, e conseqüentemente pela população, mas sim, pelos participantes do mercado ou pela entidade administradora dos mercados organizados que custeiam e desempenham estas funções⁶⁰. Ainda, possibilita uma abordagem mais voltada à prática e ao operacional das negociações em mercado, considerando que é elaborada pelas próprias instituições participantes do mercado, as quais possuem conhecimento das questões técnicas e operacionais e dos problemas a serem resolvidos ou mitigados pela normatização.

Um dos maiores problemas enfrentados pela autorregulação, contudo, é a questão do conflito de interesses. A própria entidade autorreguladora – seja ela pertencente à entidade administradora de mercados organizados ou uma associação de participantes do mercado – cria as regras que seus próprios participantes deverão cumprir. Na mesma medida, além de regulamentadora, deverá fiscalizar e supervisionar

⁵⁸ TANNOUS; Thiago Saddi. Comentários acerca dos artigos 15, 16, 17 e 18 da Lei 6.385/76. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 369.

⁵⁹ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: Teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011, p. 102.

⁶⁰ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: Teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011, pp. 129-130.

seus próprios entes e participantes, o que possibilita a ocorrência de relevantes conflitos de interesses⁶¹.

Percebe-se, assim, que cada nível normativo – legislação, regulação e autorregulação – possui suas próprias características, benefícios e conflitos, sendo todos, contudo, extremamente importantes para o bom desenvolvimento do mercado de capitais. Sem o amparo da legislação, conforme demonstrado acima e no subcapítulo anterior, este mercado não poderia sequer ter iniciado suas atividades, e muito menos atingir o volume de operações que possui hoje, o que se deveu aos incentivos, principalmente fiscais, e demais medidas legais que possibilitaram seu acesso ao investidor e, assim, a tomada do crédito pelas empresas emissoras de ativos e valores mobiliários.

Na sequência, com a regulamentação, a CVM, autarquia mais próxima do mercado e das instituições que ali atuam, pôde regular, fiscalizar e supervisionar as emissões e negociações entre os agentes, garantindo as proteções e direitos aos investidores, desenvolvendo um arcabouço regulatório que permitiu a criação de novos produtos, serviços e atividades no mercado de capitais.

Por fim, a autorregulação, obrigatória ou voluntária, determinou as regras e conceitos no nível mais próximo às instituições participantes e investidores, atuando no dia a dia dos mercados organizados e dos agentes econômicos, e logo, garantindo proteções, determinando responsabilidades operacionais e fiscalizando a atuação de participantes, investidores e agentes no fiel cumprimento de suas regras, bem como das demais normas que regem o mercado de capitais no Brasil.

⁶¹ A questão dos conflitos de interesses na autorregulação das entidades administradoras dos mercados será analisada com maiores detalhes em subcapítulo próprio adiante.

1.3. A Autorregulação das Entidades Administradoras de Mercados Organizados

A partir da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 (“Instrução CVM 461”), a CVM reorganizou em uma única instrução normativa a disciplina dos mercados regulamentados de valores mobiliários, dispondo sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

“A minuta teve como motivação principal a ampliação da competência normativa da CVM que, a partir de 2001, passou a incluir também a disciplina completa das bolsas de valores e de mercadorias e futuros [em decorrência da MP nº 08/01, posteriormente convertida na Lei nº 10.411/02]. Em relação às bolsas de valores e aos mercados de balcão organizado, a finalidade da minuta foi a de modernizar a disciplina regulatória a eles aplicável. Os dois principais aspectos que tiveram influência na elaboração da norma foram os processos de desmutualização das bolsas e a necessidade de regular mercados nos quais pode vir a ocorrer o aumento da concorrência entre os diversos ambientes e sistemas de negociação⁶².”

A Instrução CVM 461 é fortemente reconhecida no mercado como um marco no fortalecimento da atividade de autorregulação desempenhada pelas entidades administradoras do mercado organizado, concretizando as funções a elas atribuídas na Lei 6.385/76⁶³.

Previamente à análise da Instrução CVM 461, é importante destacar o processo de desmutualização das bolsas de valores, um fenômeno que teve início nos mercados

⁶² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga diversas Instruções da CVM. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007 - Processo CVM nº RJ 2003/11142. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html. Acessado em 03 de maio de 2019, p. 01.

⁶³ Conforme Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado, publicado em 18 de julho de 2016, p. 3. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160719/0292.pdf>. Acessado em 08/01/2020.

estrangeiros e atingiu a Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) e a BM&F (Bolsas de Mercadorias & Futuros) em 2007⁶⁴.

Historicamente, as bolsas de valores foram constituídas como associações civis sem fins lucrativos, com o objetivo de propiciar um ambiente para a intermediação das negociações do mercado. Com o desenvolvimento do mercado de capitais em escala mundial, percebeu-se uma tendência à transformação destas associações em sociedades empresárias e, portanto, constituídas com o objetivo de auferir lucro, além de possibilitar a emissão e negociação de seus próprios ativos e valores mobiliários em mercado⁶⁵.

Com o avanço tecnológico e o surgimento de sistemas mais ágeis e eficientes, as bolsas se viram impossibilitadas de manter os padrões adequados para o desenvolvimento e crescimento de suas operações. Dessa forma, a partir da transformação em sociedades empresárias, as bolsas buscaram, constantemente, se adaptar e crescer, em conjunto com o volume e a complexidade de operações e negociações em seus mercados.

Obviamente, a desmutualização trouxe notáveis consequências para os mercados de bolsa, porém nem todas foram positivas. Apesar de propiciar respostas mais ágeis, além de avanço tecnológico e sistêmico para as bolsas, a desmutualização permitiu uma série de conflitos de interesses.

Isto porque, se antes as associações buscavam, apenas, manter um ambiente adequado de negociação para que seus associados, as corretoras, pudessem realizar suas intermediações, agora as bolsas perseguem o lucro através da redução de custos e da maximização da eficiência de seus negócios, o que pode colocar em risco o bom funcionamento destes mercados⁶⁶. Deve-se levar em conta, também, que as bolsas

⁶⁴ Posteriormente, em 2008, a Bovespa e a BM&F se fundiram em uma única sociedade, a BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

⁶⁵ Neste sentido: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 200-201; e VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. Col. Direito Desenvolvimento Justiça. São Paulo: Saraiva, 2015, pp. 119-120.

⁶⁶ “Com a desmutualização, entretanto, surge um novo conflito qualificado pela eventual incompatibilidade entre uma administração comprometida com a geração de lucro, para criar valor ao acionista e uma administração comprometida com a integridade do mercado.” (CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: Teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina,

desmutualizadas passaram a abrir seus capitais, negociando suas ações em seus próprios ambientes organizados, causando, assim, novos questionamentos sobre eventual conflito de interesses.

Como forma de mitigar os riscos decorrentes das hipóteses de conflitos de interesses, bem como garantir uma maior segurança aos mercados e proteção aos investidores, a regulação exige que os mercados organizados de bolsa e balcão possuam uma área própria de autorregulação.

Neste sentido, dentre outras disposições, a Instrução CVM 461 prevê em seu artigo 15 que caberá às entidades administradoras dos mercados organizados de valores mobiliários a criação e o funcionamento de um departamento próprio de autorregulação⁶⁷.

“Na estrutura da minuta são três os órgãos encarregados da autorregulação dos mercados organizados: o Departamento de Autorregulação, Diretor do Departamento de Autorregulação, que também tem status de órgão, e o Conselho de Autorregulação. O Departamento de Autorregulação atua como um órgão de investigação e acusação; o Conselho de Autorregulação supervisiona as atividades do Departamento de Autorregulação, julga os processos por ele instaurados e aplica as penalidades previstas. As decisões do Conselho de Autorregulação não são recorríveis à CVM nem ao Conselho de Administração da Entidade, embora estejam previstos mecanismos de aproveitamento das penalidades aplicadas.”⁶⁸”

O Departamento de Autorregulação, em conjunto com seu Diretor e Conselho de Autorregulação, serão responsáveis pela fiscalização e supervisão das operações cursadas nos mercados organizados de valores mobiliários que estejam sob sua

2011, p. 25). Neste sentido, ainda: VEIGA, Marcelo Godke. O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas. In: ARAUJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. Col. Direito Desenvolvimento Justiça. São Paulo: Saraiva, 2015, p. 122.

⁶⁷ “[...] em linha com os melhores padrões internacionais de regulação e autorregulação do mercado de bolsa, a norma brasileira estabelece uma separação estrutural entre as atividades de administração e de autorregulação do mercado de bolsa.” (CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: Teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011, p. 26).

⁶⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga diversas Instruções da CVM. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM n° 06/2007 - Processo CVM n° RJ 2003/11142. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html. Acessado em 03 de maio de 2019, p. 27.

responsabilidade, das pessoas autorizadas a neles operar, bem como das atividades de organização e acompanhamento de mercado desenvolvidas pela própria entidade administradora⁶⁹.

Também serão encarregados de (i) fiscalizar e supervisionar o cumprimento, por parte da entidade administradora, do acompanhamento das obrigações dos emissores de valores mobiliários, quando houver; e (ii) monitorar, de ofício ou por comunicação do Diretor Geral ou de terceiros, o cumprimento das regras de funcionamento do mercado e da entidade administradora, bem como impor as penalidades decorrentes da violação das normas que lhes incumba fiscalizar⁷⁰.

A regulação impõe, assim, que as entidades administradoras sejam responsáveis pela fiscalização e supervisão de seus mercados, considerando que detêm as informações sobre os emissores, ativos e valores mobiliários negociados, corretoras, adquirentes e vendedores. Por estar próxima destes agentes, bem como por proporcionar o ambiente de negociação destes ativos e valores mobiliários, é função da entidade administradora emitir regras para a negociação em seus ambientes, e, assim, garantir o cumprimento destas normas, bem como dos demais normativos que regulam o mercado de capitais.

Cabe à CVM, contudo, fiscalizar a autorregulação promovida pelas entidades administradoras, aprovando suas normas⁷¹, seus processos internos e fiscalizando e supervisionando as práticas de autorregulação realizadas pela entidade. A regulação, portanto, legítima, normatiza e fiscaliza a estrutura de autorregulação⁷².

Vale ressaltar que já havia certo conflito de interesses na autorregulação antes mesmo da desmutualização das bolsas, na medida em que seus próprios associados

⁶⁹ Nos termos do artigo 36 da Instrução CVM 461.

⁷⁰ Nos termos dos §§ 1º e 2º do artigo 36 da Instrução CVM 461.

⁷¹ Nos termos dos artigos 15, § único, 79, 105, 117, e 118, inciso X da Instrução CVM 461.

⁷² CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: Teoria palcosplateia*. São Paulo: Almedina, 2011, pp. 129-130.

detinham o poder decisório sobre a criação de regras, a supervisão, a fiscalização e a aplicação de penalidades relativas às suas próprias atividades⁷³.

Atualmente, podemos dividir os conflitos de interesse presentes na autorregulação das entidades administradoras de mercados nos seguintes grupos: (a) conflitos na fiscalização e supervisão do Departamento de Autorregulação à entidade administradora; (b) conflitos na fiscalização e supervisão das negociações praticadas pelos seus próprios agentes nos ambientes de mercado administrados pela entidade administradora; (c) conflitos na fiscalização e supervisão da negociação de valores mobiliários emitidos pela própria entidade administradora e negociados em seus ambientes (auto listagem), seja de bolsa ou balcão, conforme o caso; e (d) especialmente no Brasil, os conflitos em decorrência da fusão entre a BM&FBovespa e a Cetip, consolidando-se na B3, como a única entidade administradora de mercados organizados no país.

Sobre o item (a), temos um conflito de ordem estrutural e hierárquico, na medida em que um órgão interno à entidade administradora de mercado organizado deverá exigir o fiel cumprimento das normas de proteção ao investidor e ao mercado por demais colegas e instituições de seu próprio grupo econômico.

Com o fim de mitigar este conflito, a Instrução CVM 461 exigiu que o Departamento de Autorregulação deva ser apartado e dotado de poderes para enfrentar os demais agentes de seu próprio grupo econômico, muitas vezes, exigindo procedimentos e resguardas que visam a proteger o mercado de capitais e suas negociações em detrimento do lucro que a entidade administradora busca auferir⁷⁴.

⁷³ CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: Teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011, p. 25.

⁷⁴ “A minuta [Instrução CVM 461] preocupa-se com a segregação entre as atividades de auto-regulação e a administração da entidade administradora, sabidamente um dos focos de conflito em um ambiente de desmutualização. Essa segregação também tem importância no contexto de entidades administradoras mútuas, em que seus membros – e sócios – são exatamente aqueles a serem por elas supervisionados, no âmbito da auto-regulação. Nesse sentido, procurou-se construir uma blindagem entre essas duas atividades, seja impondo regras especiais para preenchimento e remoção dos integrantes dos órgãos componentes da estrutura de auto-regulação, seja explicitando a necessidade de sua autonomia funcional e orçamentária dos órgãos de administração, que lhe permita ter recursos suficientes para executar as atividades sob sua responsabilidade.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga diversas Instruções da CVM. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007 - Processo CVM nº RJ 2003/11142. Disponível em:

Para que possam realizar a fiscalização e supervisão exigidas pela regulamentação, o Departamento de Autorregulação e o Conselho de Autorregulação devem: (i) ser funcionalmente autônomos dos órgãos de administração da entidade administradora dos mercados que lhes incumba fiscalizar; (ii) possuir autonomia na gestão dos recursos previstos em orçamento próprio, que deverão ser suficientes para a execução das atividades sob sua responsabilidade; e (iii) possuir amplo acesso a registros e outros documentos relacionados às atividades operacionais dos mercados que lhes incumba fiscalizar, da entidade de compensação e liquidação que preste esses serviços para os mercados, se for o caso, e das pessoas autorizadas a operar, contando, para tanto, com o dever de cooperação do Diretor Geral e mantendo à disposição da CVM e do Banco Central do Brasil, se for o caso, os relatórios de auditoria realizados⁷⁵.

Quanto ao conflito disposto no item (b), a Instrução CVM 461 prevê expressamente as competências e responsabilidades da entidade administradora:

Art. 17. Caberá à entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários aprovar normas de conduta necessárias ao seu bom funcionamento e à manutenção de elevados padrões éticos de negociação nos mercados por ela administrados, detalhando as obrigações de seus administradores, empregados, prepostos e sócios controladores, bem como das pessoas autorizadas a operar, seus administradores, empregados e prepostos.

§1º A entidade administradora estabelecerá sanções em caso de descumprimento das normas referidas no caput, respeitado sempre o direito de defesa.

§2º As normas referidas no caput devem disciplinar, no mínimo, a forma de negociação de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados organizados de valores mobiliários administrados pela entidade por parte de seus administradores, empregados e prepostos, e pelos administradores, empregados e prepostos das pessoas autorizadas a operar, de maneira a assegurar o controle das operações de tais agentes pela entidade administradora e pela pessoa autorizada a operar, respectivamente, bem como a impedir negociações indevidas por tais agentes.

http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html. Acessado em 03 de maio de 2019, p. 27).

⁷⁵ Nos termos do artigo 37 da Instrução CVM 461.

A entidade administradora, portanto, deverá se atentar às negociações praticadas por seus sócios, administradores, empregados e prepostos, tendo em vista que tais agentes poderão se utilizar de informações decorrentes da sua condição na entidade administradora para alcançar um lucro indevido no mercado de capitais, a partir do uso de informações privilegiadas⁷⁶, dentre outros exemplos.

Ao prever que a entidade administradora deverá constituir Departamento de Autorregulação independente e dotado de poderes de fiscalização e supervisão e, inclusive, com acesso a dados e registros das negociações ocorridas em seus mercados organizados, será função deste Departamento analisar, assim, a emissão e as negociações dos ativos e valores mobiliários emitidos pela própria entidade administradora, exigindo o fiel cumprimento das regras de listagem, de negociação, pós *trading*, dentre outras, como se estivesse fiscalizando um emissor qualquer no mercado.

Adiante, sobre o conflito (c), pode-se afirmar que a regulamentação buscou saná-lo, além das disposições dos artigos 17 e 27 expostos acima, com a previsão do artigo 58 da referida instrução:

Art. 58. O mercado organizado de valores mobiliários pode admitir à negociação valores mobiliários de emissão da respectiva entidade administradora.

§1º Na hipótese prevista no caput, o Departamento de Auto-Regulação deve atestar que a admissão à negociação dos valores mobiliários de emissão da entidade está em conformidade com os requisitos previstos nas regras gerais que estabelecer para os demais emissores, bem como monitorar continuamente esta conformidade e confirmá-la no relatório referido no art. 44, II, “a”.

§2º O Departamento de Auto-Regulação deve fiscalizar as operações realizadas com valores mobiliários de emissão da própria entidade administradora, com atenção à observância das restrições e limites à sua negociação estabelecidos em normas estatutárias, legais e contratuais, vedada a fiscalização por amostragem.

§3º Caso seja verificada alguma irregularidade na admissão dos valores mobiliários de emissão da entidade, no atendimento às condições para a manutenção do registro desses valores ou nas

⁷⁶ Define-se como uso indevido de informação privilegiada: “utilizar informação relevante ainda não divulgada ao mercado, de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo, capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiro, com valores mobiliários. (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014, p. 54).

operações realizadas com eles, o Departamento de Auto-Regulação deverá comunicar o fato à CVM imediatamente.

Vale ressaltar que esta fiscalização, inclusive, deveria ser até mais rígida do que em comparação com os demais emissores do mercado, considerando que há uma clara assimetria de informações entre a entidade administradora, os emissores de ativos e valores mobiliários, os investidores e os agentes econômicos que atuam nos mercados mantidos e organizados pela entidade. Claramente, a entidade detém informações, registros e dados que os demais participantes não possuem e, logo, a emissão e negociação de seus próprios ativos e valores mobiliários deverão ser objeto de intensa e permanente fiscalização por parte de seu departamento de autorregulação.

Por fim, no caso brasileiro, inclusive, é possível observar mais um nível no conflito de interesses. Em 2017, foi aprovada a fusão entre a BM&FBovespa e a Cetip, consolidando-se as duas entidades administradoras no país em uma única instituição: a B3. Formou-se, assim, uma única entidade administradora dos mercados de bolsa, futuros e balcão no Brasil, responsável por administrar todas as negociações públicas de ativos e valores mobiliários emitidos no país⁷⁷.

Primeiramente, observam-se os conflitos decorrentes da concentração em um único grupo econômico de todas as atividades de administração de mercados organizados no país e de centrais depositárias. A determinação de processos operacionais, o desenvolvimento de novos produtos, os avanços tecnológicos e sistêmicos, bem como a imposição de preços e tarifas pelos seus serviços aos usuários são alguns dos potenciais conflitos concorrenciais que poderiam e, ainda, podem surgir como efeitos desta fusão.

⁷⁷ O estudo realizado pela Oxera Consulting Ltd, em 2012, acerca da eficiência do mercado acionário brasileiro, demonstrou que os custos de regulação de um mercado fragmentado tendem a ser maiores do que em mercados onde há concentração de entidades administradoras de mercados organizados. Visando a eficiência dos mercados, antes da entrada de um novo concorrente, o estudo entendeu necessário uma reforma nas regulações atuais, sugerindo que a supervisão do mercado, em um ambiente de concorrência, deva ser realizado não por uma das entidades, mas por um ente separado, consolidando as regras de autorregulação a serem seguidas pelos participantes. (OXERA CONSULTING LTD. Estudo sobre a eficiência do mercado acionário brasileiro, de 18 de junho de 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2012/20120618-1.html>. Acessado em 08/01/2020. In: Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado, publicado em 18 de julho de 2016, p. 4. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160719/0292.pdf>. Acessado em 08/01/2020).

O Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE aprovou, com restrições, a fusão destas entidades em março de 2017, considerando, dentre outras medidas, que estes mercados possuem elevadas barreiras de entrada, principalmente no que se refere ao acesso de infraestrutura de serviços de central depositária. Estes mercados, portanto, possuem os elementos de um monopólio natural, motivo pelo qual seria ineficiente, na visão da Comissão do CADE, a existência de outra central depositária no país⁷⁸.

Assim, exigiu que as empresas assumissem compromissos por meio de um Acordo em Controle de Concentração – ACC, de modo a garantir o acesso de terceiros às suas infraestruturas, tanto da BM&FBovespa quanto da Cetip, em condições justas, transparentes e não-discriminatórias.

Ainda bastante recente, o surgimento da B3 está em fase de implementação, adaptando-se e reestruturando-se os antigos procedimentos internos de cada entidade administradora, partindo para a publicação de novas normas de autorregulação à entidade e ao mercado. Dessa maneira, não foram verificados casos concretos e relevantes de conflitos de interesses em decorrência deste novo arranjo, contudo, tanto o CADE quanto a CVM estão em constante fiscalização e supervisão desta nova entidade.

Um dos resultados dessa fiscalização, em linha, inclusive, com algumas discussões e estudos ocorridos no mercado⁷⁹, foi a recente publicação pela CVM de uma proposta de reforma à Instrução CVM 461, por meio do Edital de Audiência Pública SDM 09/2019, de 27 de dezembro de 2019, que buscará, dentre outras pautas, permitir a concorrência entre entidades administradoras de mercados organizados, a partir da reestruturação da autorregulação destas entidades.

⁷⁸ Informações disponíveis acerca do Ato de Concentração 08700.004860/2016-11 no website: <http://www.cade.gov.br/noticias/cade-aprova-com-restricoes-operacao-entre-bm-fbovespa-e-cetip>. Acessado em 03 de maio de 2019.

⁷⁹ Dentre eles, os estudos da Oxera Consulting Ltd e do Grupo de Trabalho, formado pela CVM, sobre concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado, mencionados nas notas de rodapé anteriores.

2. A CUSTÓDIA DE VALORES MOBILIÁRIOS NO BRASIL

2.1. Depósito, Guarda e Custódia

A Lei nº 4.595/64, a qual regula a política e o funcionamento das instituições monetárias, bancárias e creditícias no Brasil, além dispor sobre a criação do CMN, estabelece em seu artigo 17 que cabem às instituições financeiras⁸⁰ realizarem, dentre outras atividades, “a custódia de valor de propriedade de terceiros”.

Eduardo Salomão Neto, acertadamente, defende que tal custódia refere-se a *valores infungíveis*, isto é, aqueles que podem ser individualizados e separados de outros da mesma espécie, através de numeração em série ou outras características que possibilitem sua identificação. Isto porque, somente em relação a tais bens pode-se falar em propriedade de terceiro, pois, de acordo com referido autor, em relação aos *bens fungíveis* a propriedade passaria ao próprio custodiante, ao qual facultar-se-ia substituir o bem por outro de mesmo gênero, quantidade e qualidade ao devolvê-lo ao depositante ou dar-lhe a destinação determinada pelo custodiante⁸¹.

Por *valores*, portanto, devem-se entender os títulos representativos de crédito em sentido amplo, ou seja, quaisquer documentos necessários e suficientes para o exercício dos direitos patrimoniais neles contidos⁸². Desta forma, contrariamente ao que

⁸⁰ Ressalta-se que não se trata de estudo do presente trabalho o entendimento e a definição do conceito de “instituições financeiras” no Brasil, tema amplamente debatido pela doutrina e que possui variadas definições na legislação e regulação pátria. Desta maneira, destaca-se que no âmbito do trabalho, e em linha com a corrente doutrinária majoritária no país, bem como com o entendimento do próprio Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (“CRSFN”) disposto no acórdão nº 5.872, de 29 de março de 2005, consideram-se instituições financeiras as pessoas jurídicas que realizam as atividades de coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros, cumulativamente, de forma habitual, especulativa e com o objetivo de auferir lucro.

“O entendimento doutrinário dominante é no sentido de que o que caracteriza a instituição financeira é o desenvolvimento cumulativo, não alternativo, das atividades de coleta, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros; daí decorre que o mero empréstimo de recursos financeiros, sem a prévia coleta ou intermediação, não constitui atividade privativa de instituição financeira. No mesmo sentido, o Departamento Jurídico do Banco Central sempre entendeu que o empréstimo entre particulares, utilizando-se o emprestador de recursos próprios, não constitui atividade privativa de instituições financeiras”. (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 5-6).

⁸¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 1 ed. 3 reimp. São Paulo: Atlas, 2011, p. 29.

⁸² SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 1 ed. 3 reimp. São Paulo: Atlas, 2011, p. 29.

define o caput do artigo 1º da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986⁸³, o serviço de custódia prestado pelas instituições financeiras não deve ficar restrito aos valores mobiliários⁸⁴ (determinados no rol previsto na Lei 6.385/76⁸⁵), mas sim, estender-se aos ativos financeiros⁸⁶ (previstos na Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014⁸⁷ e na Resolução CMN 4.593, de 28 de agosto de 2017) e aos demais documentos contratuais e títulos que representem um direito de crédito ao titular⁸⁸.

Vale ressaltar que a custódia de valores mobiliários não se confunde com o depósito bancário⁸⁹, no qual a instituição financeira recebe valores monetários do depositante, assumindo a obrigação de restituir o montante, total ou parcial, quando solicitado⁹⁰⁻⁹¹.

⁸³ “Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.”.

⁸⁴ Ponto amplamente discutido pela doutrina e, muito bem analisado por Ary Oswaldo Mattos Filho, um dos pioneiros no estudo do referido conceito, o qual define como valor mobiliário, “[...] o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviços, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro, nº 59, set. 1986, p. 47).

⁸⁵ Vide artigo 2º da referida lei.

⁸⁶ A análise dos conceitos e das definições legais dos termos “valor mobiliário” e “ativo financeiro” serão tratados adiante em capítulo próprio.

⁸⁷ Vide artigo 2º, inciso V da mencionada instrução.

⁸⁸ A atividade de custódia prevista na Instrução CVM 356, de 17 de dezembro de 2001, por exemplo, inclui a atividade de guarda física dos direitos creditórios e demais documentos comprobatórios do crédito, bem como da sua cessão ao fundo de investimento em direitos creditórios. Este tema será analisado de maneira pormenorizada no trabalho.

⁸⁹ “[...] o depósito bancário é o depósito de dinheiro no banco, que, pela própria natureza do bem depositado, transfere a propriedade daqueles valores, ficando o cliente com um crédito à vista (registrado naquela conta corrente), enquanto o banco pode utilizar o dinheiro depositado, como seu, em relações creditícias com terceiros.” (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 71).

⁹⁰ “O contrato veículo das operações passivas dos bancos é o depósito bancário [...]. Nas operações passivas, o banco assume o polo passivo da relação obrigacional, tornando-se devedor do outro contratante, seu cliente. Os contratos bancários inseridos nessa categoria de operações cumprem, assim, a função econômica de captação dos recursos excedentes das unidades de dispêndio superavitárias. O depósito bancário é o contrato pelo qual uma pessoa (depositante) entrega valores monetários ao banco, que se obriga a restituí-los quando solicitados. É o mais comum dos contratos bancários.” (COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, vol. 3: direito de empresa. 13 ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 176.)

Referido contrato bancário se assemelha, em alguns pontos, ao contrato de depósito⁹² irregular⁹³ e ao mútuo⁹⁴, ambos previstos no Código Civil, configurando-se, assim, como um contrato autônomo⁹⁵. Tal entendimento da natureza jurídica do depósito bancário como um contrato *sui generis* é difundida na doutrina, sendo defendida por Nelson Abrão⁹⁶, Orlando Gomes⁹⁷, dentre outros⁹⁸.

No depósito bancário, portanto, o cliente visa três resultados fundamentais: a guarda ou a custódia de seu dinheiro; o investimento, com a conseqüente percepção dos

⁹¹ “[...] o contrato de depósito bancário é a operação por intermédio da qual o banco recebe uma quantia em dinheiro e se obriga a restituir ao depositante o valor correspondente na mesma espécie.” (ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 14 ed., rev, atual. e ampl. pelo Desembargador Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 127.)

⁹² Código Civil – “Art. 627. Pelo contrato de depósito recebe o depositário um objeto móvel, para guardar, até que o depositante o reclame.”.

⁹³ “O depósito pode distinguir-se ainda em *regular* e *irregular*. Depósito regular, também chamado de *ordinário*, é aquele que se caracteriza pela infungibilidade da coisa depositada, vale dizer, o depositário terá de restituir precisamente a própria coisa depositada. Depósito irregular, ao inverso, é aquele em que o depositário pode dispor da coisa depositada, consumindo-a até e restituindo ao depositante, oportunamente, outra da mesma espécie, qualidade e quantidade. (MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus; SILVA, Beatriz Tavares da. *Curso de direito civil*, 5: direito das obrigações, 2ª parte. 37ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 278.) (grifos do autor) A doutrina e a jurisprudência majoritárias, bem como a própria legislação - adiante no artigo 645 do Código Civil - destacam que o depósito irregular identifica-se com o mútuo, na medida em que o depósito configura-se como guarda e conservação de coisa móvel e infungível, a qual pode, portanto, ser individualizada, e que será restituída ao depositante quando solicitado.

Código Civil – “Art. 645. O depósito de coisas fungíveis, em que o depositário se obrigue a restituir objetos do mesmo gênero, qualidade e quantidade, regular-se-á pelo disposto acerca do mútuo.”.

⁹⁴ Código Civil – “Art. 586. O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.”.

⁹⁵ COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, vol. 3: direito de empresa. 13 ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 176.

⁹⁶ ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 14 ed., rev, atual. e ampl. pelo Desembargador Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 128.

⁹⁷ GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 398 e 415.

⁹⁸ Ressaltamos que para Eduardo Salomão Neto, o depósito bancário constitui-se em um contrato de depósito irregular, que apesar de observar as regras relativas ao contrato de mútuo (nos termos do artigo 645 do Código Civil) não perde a sua essência de depósito. “Quanto a ter o depósito natureza de mútuo, note-se em primeiro lugar a esterilidade de se discutir a questão: o Código Civil de 2002, no artigo 645, dispõe simplesmente que o depósito de coisas fungíveis se rege pelas regras do mútuo, e não que seja propriamente um mútuo.” (SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 1 ed. 3 reimp. São Paulo: Atlas, 2011, p. 229).

frutos, como juros e correção monetária; e a disponibilidade pela criação da moeda escritural ou bancária⁹⁹.

Destaca-se, que o depósito é um tipo contratual, cujas origens remontam ao Direito Romano. Tratava-se à época, semelhantemente ao previsto no vigente Código Civil pátrio, de um contrato pelo qual uma pessoa entregava a outra uma ou várias coisas móveis com o fim de sua guarda e custódia, até que se exigisse a devolução¹⁰⁰.

Vale mencionar, por fim, que, tradicionalmente, diversas instituições bancárias realizam o serviço que denominaremos de “custódia tradicional”, isto é, o serviço de disponibilização de cofres pessoais para a guarda e custódia de coisas móveis, cujo acesso é restrito ao titular do cofre alugado pela instituição ou a pessoas por ele autorizadas, a partir da apresentação de chave ou senha. No Brasil, este serviço, aos poucos, foi interrompido pelos bancos nacionais e internacionais, mediante notificações aos contratantes dos serviços e a devolução dos bens aos seus respectivos proprietários¹⁰¹.

A custódia de valores mobiliários, portanto, assemelha-se, em certa medida, ao contrato de depósito, ao depósito bancário e à custódia tradicional, no que se refere à guarda de coisa móvel e infungível (isto é, dos títulos registrados e de titularidade do investidor ou emitidos de acordo com uma série específica pelo emissor). Entretanto, os

⁹⁹ ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 14 ed., rev. atual. e ampl. pelo Desembargador Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 130.

¹⁰⁰ “Para os romanos era aquele contrato pelo qual o credor entregava ao devedor coisa móvel, a ser guardada por este e restituída depois de algum tempo. Assim, o depósito era o que se dava a alguém para o guardasse, chamado assim porque era posto (*positum*), já que a preposição de incrementa (a palavra) o depósito, como para significar que está encomendado à lealdade daquele tudo o que se refere à custódia da coisa [...]” (SERRANO, Pablo Jiménez; CASEIRO NETO, Francisco. *Direito romano*. 1 ed. São Paulo: Desafio Cultural, 2002, pp. 153-154) (grifo do autor).

“O depósito concretiza-se com a entrega da coisa depositada ao depositário que sobre ela passa a ter apenas a detenção, nunca a propriedade (como na fidúcia), nem a posse, cabendo ao depositante, quando necessário, a invocação de interditos possessórios.” (CRETILLA JÚNIOR, J. *Curso de direito romano: o direito romano e o direito civil brasileiro*. Rev. e aum. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 268).

“Era um contrato pelo qual uma pessoa (*depositante*) entregava uma coisa móvel a outra (*depositário*) para que a guardasse por um determinado tempo, devendo restituí-la nas mesmas condições, quando assim fosse solicitado.” (ROLIM, Luiz Antonio. *Instituições de direito romano*. 2. ed. rev. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003, p. 227) .

¹⁰¹ Destaca-se que o referido tema está em debate na Câmara dos Deputados, devido ao Projeto de Lei do Senado n° 627, de 2011, que busca dispor sobre regras específicas acerca do serviço de guarda de valores e objetos em cofres bancários. O projeto, aprovado pela Comissão de Assuntos Econômicos, foi encaminhado à Câmara dos Deputados em 26/03/2013.

custodiantes são responsáveis por diversas outras atividades correlatas, que ultrapassam a mera guarda do ativo.

Primeiramente, destaca-se a obrigação de administrar os valores mobiliários sob sua custódia, devendo tomar medidas conservatórias e de representação produtiva¹⁰², nos termos da Lei 6.385/76, a qual determina que “[c]onsidera-se custódia de valores mobiliários o depósito para guarda¹⁰³, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reuplicar as importâncias recebidas¹⁰⁴”.

Paralelamente, a instituição depositária responsável pelos serviços de depósito centralizado, a ser tratado mais adiante neste trabalho, adquire a titularidade fiduciária dos valores mobiliários objeto de guarda, nos termos do artigo 24 da Lei n° 12.810, de 15 de maio de 2013 (“Lei 12.810/13”)¹⁰⁵.

Essa propriedade, ressalta-se, é limitada ao exercício dos direitos de recebimento de dividendos e bonificações, de valores decorrentes de resgate, amortização e reembolso, pelo exercício de direitos de subscrição e outros direitos inerentes aos valores mobiliários¹⁰⁶. Trata-se, portanto, da responsabilidade pela administração dos valores mobiliários em nome do depositante, mas sem, contudo,

¹⁰² ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 14 ed., rev. atual. e ampl. pelo Desembargador Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 247.

¹⁰³ “Este serviço [custódia prevista na Lei 6.385/76] ganhava contornos bem nítidos quando da existência de ações ao portador, pois um investidor que detinha várias ações de diferentes emissoras, as entregava para que uma instituição financeira guardasse as cautelas, assim ficariam em um cofre com segurança, e administrasse os direitos inerentes como recebimento de proventos, desdobramentos etc.” (PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob orientação do Prof. Titular Dr. Newton de Lucca, 2012, p. 64).

¹⁰⁴ Nos termos do parágrafo único do artigo 24 da Lei 6.385/76.

¹⁰⁵ “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.”.

¹⁰⁶ ROBERT, Bruno, acerca do artigo 24 da Lei 6.385/76. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei n° 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 545.

possuir a instituição depositante o poder de negociar os ativos por sua mera vontade e sem instrução emitida pelo depositante¹⁰⁷.

Desta maneira, na ótica legislativa e regulatória pátria, a atividade de custódia de valores mobiliários engloba uma série de serviços prestados (i) pelas centrais depositárias; (ii) pelos custodiantes; e (iii) pelos escrituradores, todos devidamente credenciados pela CVM.

As centrais depositárias, ou depositários centrais, são responsáveis, como o próprio nome indica, pela centralização da custódia dos valores mobiliários negociados publicamente. Compreendem, ainda, as atividades de (i) guarda dos valores mobiliários; (ii) controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores; (iii) imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e (iv) tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito¹⁰⁸.

Tais centrais, inclusive, são responsáveis, por adotar medidas e mecanismos que assegurem a *existência* e a *integridade* dos valores mobiliários depositados nas contas de depósito centralizado, nos termos do parágrafo único do artigo 2º da Instrução CVM 541:

Art. 2º O depositário central deve exercer suas atividades com probidade, boa-fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos investidores.

Parágrafo único. No exercício de suas atividades, o depositário central deve adotar todos os mecanismos cabíveis para assegurar a existência e a integridade dos valores mobiliários depositados nas contas de depósito centralizado.

¹⁰⁷ “A intenção que motiva a celebração do contrato de depósito por parte da instituição depositária não é a utilização ou exploração dos bens em guarda, mas sim o seu mero depósito. O resultado econômico pretendido pela entidade depositária com o contrato de depósito decorre da guarda dos valores mobiliários e serviços correlatos, e não da exploração econômica dos próprios valores mobiliários.” (ROBERT, Bruno, acerca do artigo 24 da Lei 6.385/76. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 546-547).

¹⁰⁸ Nos termos do art. 1º, § 1º da Instrução CVM nº 541, de 20 de dezembro de 2013.

O termo “existência” fora bastante criticado pela BM&FBovespa, à época da elaboração da referida instrução pela CVM em conjunto com o mercado, a partir do Edital de Audiência Pública SDM n° 06, de 26 de agosto de 2013. De acordo com o participante, a expressão deveria ser excluída da norma, devido à sua capacidade de gerar diversas interpretações acerca da extensão das obrigações do depositário central. Entretanto, tal trecho foi mantido na regulamentação, manifestando-se a CVM¹⁰⁹ no sentido de que o artigo 2° da instrução trata da adoção de “mecanismos cabíveis” para assegurar a existência dos valores mobiliários a serem tomados pelo depositário central, o qual poderá, inclusive, transferir tal responsabilidade aos custodiantes e escrituradores, conforme o caso, a partir de suas regulamentações próprias.

No entendimento deste trabalho, apenas os emissores dos ativos e valores mobiliários deveriam ser responsáveis por sua existência, considerando que são eles os agentes que disponibilizam os ativos e valores mobiliários para negociação em mercado, e, portanto, que possuem as informações sobre a oferta, quantidade de ativos e valores mobiliários subscritos e integralizados, seu preço inicial, dentre outras características.

Na prática, essa responsabilidade poderia ser contratualmente repassada ao intermediário líder da oferta, isto é, ao distribuidor de valores mobiliários, devidamente credenciado perante a CVM, e responsável pela dispersão dos ativos e valores mobiliários em mercado.

É o distribuidor quem atua nos esforços de distribuição e oferta dos ativos e valores mobiliários, aquele que recebe as ordens de subscrição e integralização dos investidores, contabilizando os montantes ofertados e subscritos e, assim, registrando em seus sistemas e perante as centrais depositárias, conforme o caso, as quantidades de ativos e valores mobiliários pertencentes a cada titular.

Paralelamente, os escrituradores e os custodiantes dos emissores são responsáveis pelo controle e registro dos ativos e valores mobiliários ofertados pelo emissor, realizando as atividades de guarda e administração semelhantes àqueles

¹⁰⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM n° 06/2013 – Processo CVM RJ n° 2003/11499, p. 12. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de agosto de 2016.

previstos acima ao distribuidor, sem, contudo, serem responsáveis pela oferta e procura de potenciais investidores.

Por fim, a central depositária, responsável pela consolidação das informações e registros de investidores e emissores destes títulos no mercado, meramente atua na centralização das informações e dados disponibilizados pelos participantes, não devendo, portanto, ser responsável, perante a regulamentação, pela *existência* do ativo registrado. A garantia desta existência pode se tornar operacionalmente custosa e inviável para a central depositária, devendo se tratar de uma responsabilidade contratual, em alguns casos de registro ou depósito, mas não uma obrigatoriedade prevista na regulamentação.

Neste sentido, o distribuidor, o escriturador, o custodiante do emissor e a central depositária não possuem todos os meios para garantir a existência de um ativo ou valor mobiliário em mercado, possuindo responsabilidades e funções específicas a cada uma de suas atividades desenvolvidas. Estes prestadores de serviços poderão – e deverão – atuar, em conjunto, para atingir tal verificação e garantia de existência, entretanto, em nosso entendimento, o emissor estaria mais apto a assumir tal responsabilidade por via normativa.

Complementarmente, os serviços prestados pelo custodiante segregam-se em duas categorias: custódia para investidores e custódia para emissores¹¹⁰. A custódia para investidores reúne, nos termos da Instrução CVM nº 542, de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM 542”), (i) a conservação, o controle e a conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor; (ii) o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; e (iii) o tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados¹¹¹.

Conforme exigência prevista no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais, de 26 de agosto de 2019 (“Código ANBIMA de Serviços Qualificados”), o referido serviço deverá incluir, ainda, as atividades de: (i) a liquidação física e financeira de ativos financeiros a pagar ou

¹¹⁰ Nos termos do art. 1º, § 1º da Instrução CVM 542.

¹¹¹ Nos termos do art. 1º, § 2º, inciso I da Instrução CVM 542.

receber, incluindo a liquidação financeira de contratos derivativos; (ii) a guarda dos ativos financeiros (incluindo conservação, controle e conciliação de posições¹¹² de ativos detidos em contas de custódia); (iii) o tratamento das instruções de movimentação e a administração e informação de eventos associados a esses ativos; e (iv) o pagamento das taxas relativas às atividades prestadas, tais como, mas não limitadas a, taxa de movimentação e registro dos depositários e câmaras e sistemas de liquidação¹¹³.

Por outro lado, a custódia para emissores compreende a guarda física dos valores mobiliários não escriturais, bem como a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários do regime de depósito centralizado¹¹⁴.

Por fim, o serviço de escrituração, regulado pela Instrução CVM n° 543, de 20 de dezembro de 2013 (“Instrução CVM 543”), abarca: (i) a abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro; (ii) o registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários; (iii) o tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; (iv) a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e (v) o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários¹¹⁵.

Vale ressaltar, que a Instrução CVM 541, que regula a prestação de serviços de depósito centralizado, exigiu, como pressuposto para a distribuição pública de valores mobiliários e a negociação em mercados organizados, a custódia centralizada destes

¹¹² Define-se por *posição* a “quantidade líquida de determinado ativo negociado no mercado à vista e a liquidar, de determinado instrumento de contrato derivativo ou de empréstimo, ou de determinada moeda estrangeira, registrada em uma conta.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 52. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

¹¹³ Nos termos do art. 23 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

¹¹⁴ Nos termos do art. °, § 2°, inciso II da Instrução CVM 542.

¹¹⁵ Tais atividades estão previstas, ainda, no parágrafo único do artigo 21 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

valores, ou seja, o depósito destes títulos no sistema do depositário central de maneira consolidada¹¹⁶.

O referido depósito do valor mobiliário, pela norma, só poderá ser realizado pelo escriturador ou custodiante do emissor, conforme o caso, os quais possuem a responsabilidade pela interface entre o depositário central e o emissor¹¹⁷. Ao mesmo tempo, conforme já mencionado acima, as instruções de compra e venda dos ativos, com as respectivas entradas e baixas no sistema do depositário serão emitidas, unicamente, pelos custodiantes dos investidores, de forma que o depositário central mantém relacionamento direto, apenas, com o custodiante dos investidores¹¹⁸ e não com os próprios investidores.

Nesta medida, muito mais do que meramente promover a guarda do valor mobiliário, o custodiante do investidor realiza toda a administração deste ativo perante os depositários centrais, consolidando posições entre diferentes sistemas e garantindo informações corretas acerca do valor, posição e quantidade de títulos pertencentes ao investidor.

Da mesma forma, é responsável pela liquidação física e financeira dos ativos, permitindo a sua negociação no mercado e, portanto, contribuindo diretamente para o fluxo de ativos e valores entre investidores e/ou investidores e emissores.

Evidentemente, as novas normas expedidas pela CVM que tratam dos serviços de depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários (Instruções CVM n° 541, 542 e 543, respectivamente) buscaram, justamente em uma época de complexificação do mercado de capitais e de questionamento à efetividade do arcabouço regulatório, trazer mais segurança quanto aos registros, procedimentos e

¹¹⁶ Conforme determina o artigo 3º da instrução em questão, “Art. 3º O depósito centralizado é condição: I – para a distribuição pública de valores mobiliários; e II – para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários. Parágrafo único. O disposto no inciso I do caput não se aplica à distribuição pública de cotas de fundos de investimento abertos e de fundos de investimento fechados, não negociáveis em mercado secundário”.

¹¹⁷ Uma Cédula de Crédito Bancário (“CCB”), por exemplo, é um valor mobiliário não escritural, o qual deverá, quando emitido, ser custodiado por um custodiante, credenciado pela CVM nos termos da Instrução CVM 542. Por outro lado, as ações de companhias abertas são valores mobiliários escriturais que deverão ter sua guarda e registro realizados por um escriturador, observados os requisitos e condições da Instrução CVM 543. Este tema será tratado com maior destaque no trabalho.

¹¹⁸ Nos termos do inciso I, alínea (b) e inciso II, alínea (b) do art. 1º, § 2º da Instrução CVM 542.

identificação de titularidade de valores mobiliários desmaterializados¹¹⁹ e distribuídos em milhões de negociações diárias¹²⁰.

As novas regulamentações, portanto, desenharam, de maneira bastante detalhada, o propósito, as funções e as responsabilidades do depositário central, do custodiante e do escriturador, de forma a demonstrar como suas atividades se complementam e se sobrepõem, dando maior segurança e eficiência às negociações de valores mobiliários no Brasil¹²¹.

2.2. Valores Mobiliários x Títulos de Créditos x Ativos Financeiros

A noção de valores mobiliários é basicamente instrumental¹²², já que tem como finalidade demarcar a regulação estatal do mercado de capitais.¹²³ A importância de se determinar quais títulos são efetivamente valores mobiliários, portanto, decorre da necessidade de se definir o escopo de atuação da CVM, tendo em vista que, pelo artigo

¹¹⁹ Trataremos sobre a desmaterialização de ativos em capítulo próprio adiante neste trabalho.

¹²⁰ ROBERT, Bruno, acerca do artigo 24 da Lei 6.385/76. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 550.

¹²¹ “São todos intermediários de fundamental importância e sensibilidade para o funcionamento do mercado de capitais. Os respectivos serviços não apenas são indispensáveis para a segurança e agilidade dos negócios, como também o controle sobre a atuação dessas instituições é vital para a manutenção da confiabilidade no sistema.” (ROBERT, Bruno, acerca do artigo 24 da Lei 6.385/76. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 549).

¹²² Neste sentido: Processo CVM nº RJ 2003/0499, Rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, julgado em 28.08.2003: “[...] a definição do art. 2º tem conteúdo meramente instrumental, para fins de, conjulgado com os demais artigos da Lei nº 6385, e principalmente o seu art. 1º, conferir competência à CVM para regular a negociação dos títulos e instrumentos ali mencionados quando realizada no mercado ou quando se inserir em oferta pública.” (In: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 55).

¹²³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 25.

1º inciso I da Lei nº 6.385/76, possui a Autarquia competência para supervisionar “a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado”¹²⁴.

A legislação brasileira, tomando como exemplo outros normativos estrangeiros¹²⁵, não se propôs a definir um conceito para o termo “valor mobiliário”, passando, assim, a elencar em seu texto uma série de ativos, títulos e contratos de investimento que se enquadrariam como “valores mobiliários”, e, que, logo, estariam sob o escopo de fiscalização e supervisão da CVM.

A dificuldade de se conceituar os valores mobiliários decore do fato de se constituírem em bens com características muito específicas e, em alguns casos, bastante distintas. Primeiramente, não possuem um valor intrínseco, isto é, não têm valor em si – o valor de uma ação, por exemplo, depende de diversos fatores, tais quais, a companhia em questão, às atividades e o faturamento desta companhia, sua liquidez no mercado, etc. Em segundo lugar, os valores mobiliários não são bens produzidos ou fabricados para serem usados ou consumidos, mas, sim, emitidos e depois ofertados aos investidores, que podem negociá-los no mercado secundário a preços variáveis e por um número indeterminado de vezes. Por fim, os valores mobiliários possuem características díspares entre si, atribuindo a seus titulares diferentes direitos e, também, assumindo diversas finalidades¹²⁶.

Considerando a ausência de um conceito de “valor mobiliário” na norma, seja na Lei 4.728/65 ou mesmo na posterior Lei nº 6.385/76, a doutrina buscou suprir essa lacuna, partindo, inicialmente, de um exame dos valores mobiliários, a partir da disciplina dos títulos de créditos. Contudo, tendo em vista certas características

¹²⁴ Neste sentido: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. Comentários acerca do artigo 2º da Lei 6.385/76. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 49; e B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo. São Paulo: B3 Educação, p. 10. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>. Acessado em 04 de abril de 2019.

¹²⁵ Dentre outros exemplos, as legislações americana e inglesa não preveem uma definição sobre o instituto dos “valores mobiliário”, optando pela delimitação de um rol taxativo de ativos e títulos (securities) que se classificariam como um valor mobiliário. “Ao nível conceitual, duas são as principais tendências quanto à caracterização dos valores mobiliários. A tradição européia continental usualmente opta por definir o que é um valor mobiliário; já o direito norte-americano tentou listar, à exaustão, os títulos que preenchem a condição de valor mobiliário.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro, nº 59, set. 1986, p. 38).

¹²⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 23-24.

peculiares destes títulos, tais quais a cartularidade, a literalidade e a autonomia, tornou-se trabalhoso e tortuoso aproximar ambos os institutos¹²⁷.

Vale destacar que são **títulos de crédito**, nos termos do artigo 887 do Código Civil Brasileiro, os documentos necessários para o exercício do direito literal e autônomo neles contidos, produzindo efeitos, somente quando preenchidos todos os requisitos legais.

Inegável mencionar, ainda, a importância dos títulos de crédito na formação e fomento da economia moderna, os quais possibilitaram o acesso e a transferência do crédito, desvinculados da obrigação original, conduzindo, assim, ao desenvolvimento de novos negócios pelo tempo e espaço¹²⁸.

No título de crédito, deste modo, haverá uma clara distinção entre o direito cartular e a relação fundamental que lhe deu origem, dando forma ao caráter constitutivo do título¹²⁹.

Se o objetivo principal dos valores mobiliários é atuar como um instrumento de captação de poupança, permitindo que investidores conectem-se com os emissores de títulos e ativos em mercado, os títulos de créditos possuem como função primordial permitir a transferência de um crédito com segurança, garantindo uma eficiente circularização de direitos¹³⁰.

¹²⁷ “De um lado, temos o fato de que o conceito e a categorização dos títulos de crédito existentes são peculiares ao sistema legal italiano, por nós copiado ou absorvido na primeira metade do século passado e reafirmados pelo Código Civil em seu artigo 887. De outro lado, o conceito de valor mobiliário constante das sistemáticas jurídicas francesa e, principalmente, norte-americana, foi por nossa legislação absorvido a partir da segunda metade da década de 1960.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, pp. 40-41).

¹²⁸ “Se nos perguntassem qual a contribuição do direito comercial na formação da economia moderna, outra não poderia talvez apontar que mais tipicamente tenha influído nessa economia do que o instituto dos títulos de crédito. A vida econômica moderna seria incompreensível sem a densa rede de títulos de crédito; às invenções técnicas teriam faltado meios jurídicos para a sua adequada realização social; as relações comerciais tomariam necessariamente outro aspecto. Graças aos títulos de crédito pode o mundo moderno mobilizar as próprias riquezas, graças a eles o direito consegue vencer tempo e espaço, transportando, com a maior facilidade, representados nestes títulos, bem distantes e materializando, no presente, possíveis riquezas futuras.” (ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda Editora, 2013, p. 33).

¹²⁹ ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda Editora, 2013, pp. 506-507.

¹³⁰ “O direito acaba por ficar plenamente objetivado e despersonalizado, por ser considerado um bem, um valor, como tal, exatamente definido e delimitado, distinto da relação econômica de que se originou o submetido, portanto, às regras da circulação dos bens móveis e não mais àquelas relativas à circulação

Neste sentido:

“Se para os títulos e valores mobiliários, a nosso ver, a característica principal é a sua função de servirem como INSTRUMENTOS PARA A CAPTAÇÃO DE POUPANÇA, encaminhando-a pelo e através do mercado de capitais e de suas instituições financeiras ao mercado financeiro, onde estes recursos, assim captados, serão empregados, principalmente, para gerar novos negócios (financiamentos, mútuos etc) e nova riqueza e valores, sendo os portadores, titulares dos títulos e valores mobiliários, investidores; já para os títulos de créditos a função principal é veicular com segurança o CRÉDITO, oriundo de alguma relação jurídica fundamental, ou gerado por uma relação jurídica subjacente¹³¹.” (destaques do autor).

Os títulos de crédito, portanto, possuem características e funções próprias que, muitas vezes, os distinguem dos valores mobiliários. Nesta medida, o título de crédito é a representação escritural de um haver financeiro futuro, cujos direitos e deveres nascem de uma cártula. Por outro lado, o valor mobiliário tem origem sempre de um investimento, para cuja existência falece a necessidade de emissão de qualquer título ou cártula e cujas regras de investimento reportam-se a outro documento previamente dado a público pelo emitente dos valores mobiliários, tais como estatutos sociais, escrituras de emissão, etc. O título é a representação gráfica de uma obrigação de pagamento; já o valor mobiliário é sempre representativo de um investimento¹³².

Em sua origem, a Lei 6.385/76 elencou um rol bastante restritivo de valores mobiliários, pautando-se na gama de ativos e títulos disponíveis no mercado quando da sua publicação. Entretanto, tal restrição tornou-se problemática e ineficiente frente à rapidez, agilidade e evolução dos negócios e dos títulos e ativos no mercado, de forma que a legislação apresentou-se bastante engessada em sua descrição de “valor mobiliário” e, com o tempo, deixou de fora deste escopo diversos instrumentos negociados no mercado.

dos direitos.” (ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda Editora, 2013, p. 46).

¹³¹ ASHTON, Peter Walter. *Títulos de crédito e valores mobiliários: uma análise diferenciadora*. In: Tôres, Heleno Taveira (coord). *Tributação nos mercados financeiro e de capitais e na previdência privada*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 400.

¹³² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, pp. 168-169.

Desta maneira, com a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, o legislador buscou ampliar o rol de valores mobiliários, sem, contudo, trazer uma definição legal sobre o conceito, permitindo que novas modalidades de investimento coletivo pudessem ser inseridas neste contexto, desde que ofertadas publicamente (inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76).

Pelo artigo 2º da Lei 6.385/76, temos que:

“São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

I - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”

Da definição legal acima é possível identificar algumas características essenciais dos valores mobiliários, tais quais: (i) a necessidade de oferta pública em mercado, seja ela restrita ou ampla¹³³, não se caracterizando como um valor mobiliário um ativo

¹³³ As ofertas públicas devem observar os requisitos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, enquanto que as ofertas privadas são regidas pela Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

ofertado de forma privada; (ii) o investimento coletivo deve se concretizar através da emissão de um título ou pela adesão do investidor a um contrato de investimento coletivo; (iii) tanto o contrato quanto o título devem gerar ao investidor direitos participativos, de parceria ou de remuneração no negócio ou empreendimento coletivo; (iv) a remuneração constante do título ou do contrato coletivo poderá ser resultante, inclusive, da prestação de serviços; e (v) os rendimentos do investimento no valor mobiliário devem advir do esforço do empreendedor ou de terceiros¹³⁴.

Por fim, os ativos financeiros podem ser entendidos como um instrumento, título ou contrato que configure um direito patrimonial perante o seu emissor. Suas definições normativas – conforme demonstrado a seguir, previstas na Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (“Instrução CVM 555”) e na Resolução CMN nº 4.593, de 28 de agosto de 2017 (“Resolução CMN 4.593”) – possuem a função de delimitar os títulos e ativos sob o escopo de cada um dos órgãos reguladores em questão. Ainda, será com base nos ativos financeiros, que a Instrução CVM 555 tratará e definirá os diversos tipos de fundos de investimento permitidos no mercado brasileiro, classificando-os conforme o tipo de estratégia e de ativo financeiro a ser investido.

“[...] poderíamos considerar os Ativos Financeiros como gêneros do qual os Valores Mobiliários são espécie. Ativos ou instrumentos financeiros comportam um campo de abrangência mais amplo, que envolve todos os instrumentos utilizados para negociação no Sistema Financeiro, inclusive os títulos ou contratos classificados como Valores Mobiliários. [...] Com efeito, os valores mobiliários, previamente registrados na CVM ou não, mas sempre sob a sua égide, constituem ativos negociáveis em massa, elencados no rol do artigo 2º da Lei nº 6.385/1076, que têm por finalidade a captação de poupança popular para investimento em atividades de risco. Já os Ativos Financeiros abrangem outros ativos, dentre os valores mobiliários, como exemplo, os títulos de crédito, o ouro-ativo financeiro, a moeda, entre outros¹³⁵.”

Desta maneira, seriam ativos financeiros pela regulamentação vigente no Brasil:

¹³⁴ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, pp. 174-175.

¹³⁵ BARROS, Graciela Casanova. *Conceito de ativos financeiros (vs. valores mobiliários) após o decreto nº 7.897/2013: registro de garantia em clearing*. In: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (org.). *Mercado financeiro & de capitais: regulação e tributação*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 317.

“Instrução CVM 555: Art. 2º - Para os efeitos desta Instrução, entende-se por: [...]

V – ativos financeiros:

a) títulos da dívida pública;

b) contratos derivativos;

c) desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos na alínea “d”;

d) títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros;

e) certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira;

f) o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito;

g) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e

h) warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento”.

E:

“Resolução CMN 4.593: Art. 2º Para fins do disposto nesta Resolução, consideram-se ativos financeiros:

I - os títulos de crédito, direitos creditórios e outros instrumentos financeiros que sejam:

a) de obrigação de pagamento das instituições mencionadas no art. 1º, incluindo contratos de depósitos a prazo;

b) de coobrigação de pagamento das instituições mencionadas no art. 1º, em operações como aceite e garantia;

c) admitidos nas carteiras de ativos das instituições mencionadas no art. 1º, exceto os objeto de desconto;

d) objeto de desconto em operações de crédito, por instituições mencionadas no art. 1º ou entregues em garantia para essas instituições em outras operações do sistema financeiro;

e) escriturados ou custodiados por instituições mencionadas no art. 1º; ou

f) de emissão ou de propriedade de entidades não autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, integrante de conglomerado prudencial, definido nos termos do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (Cosif); e

II - os bens, direitos ou instrumentos financeiros:

a) cuja legislação ou regulamentação específica assim os defina ou determine seu registro ou depósito centralizado; ou

b) que, no âmbito de um arranjo de pagamento, sejam de obrigação de pagamento de instituição de pagamento aos seus clientes.

§ 1º Os ativos financeiros de que trata o inciso I do caput podem ser originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil, de prestação de serviços, entre outros, inclusive na hipótese de direitos creditórios de existência futura e montante desconhecido, desde que derivados de relações já constituídas.

§ 2º Excluem-se da definição de ativos financeiros de que trata o caput os valores mobiliários.”

Percebe-se que, apesar de trazerem o conceito de “ativos financeiros”, os institutos tratam de instrumentos distintos. Na Resolução CMN 4.593 excluem-se, em grande medida, as ações e contratos derivativos, além dos próprios “valores mobiliários”, focando-se, assim, nos instrumentos ligados ao *crédito* e em sua transmissão em mercado – que deverá ser objeto de registro ou depósito centralizado, conforme será tratado adiante.

Vale ressaltar que a resolução não traz uma definição de “valor mobiliário”, de forma que sua interpretação deverá levar em conta o rol de ativos e instrumentos já previstos na Lei 6.385/76.

Diametralmente, na Instrução CVM 555, os ativos financeiros são aqueles títulos que podem ser negociados em mercado, sejam eles instrumentos de dívida pública, de renda fixa, de crédito privado ou de renda variável. O escopo, portanto, é mais abrangente, já que se insere no rol de instrumentos passíveis de aquisição por

fundos de investimento no Brasil, e logo, deve abarcar um elevado número de tipos e espécies de títulos e contratos.

Para fins deste trabalho, serão consideradas as descrições legais e normativas de “valor mobiliário” e “ativo financeiro”, partindo-se da aplicação de cada uma das referidas normas à atuação e atividades desenvolvidas pelos custodiantes, escrituradores e centrais depositárias, conforme o caso.

2.3. *Ativos Cartulares, Escriturais e a Imobilização e Desmaterialização*

A partir da década de 1980, com o avanço da informática e do uso de novas tecnologias e sistemas nas negociações e operações dos mercados financeiro e de capitais, o serviço de custódia sofreu intensas alterações¹³⁶. Isto porque, os ativos que outrora eram emitidos em cédulas, transferidos de “mão em mão” pelos seus titulares e, cuja guarda física ficava sob a responsabilidade do custodiante, agora poderiam ser emitidos simplesmente de forma escritural, através de registros digitais.

Define-se como um instrumento cartular aquele representado por um documento físico e corpóreo. A emissão do ativo ou valor mobiliário ocorre em via física, através de títulos, certificados, contratos ou outros instrumentos, conforme o caso, e sua subscrição se dá com a assinatura do investidor no título impresso, o qual deverá ficar sob a guarda do custodiante do emissor.

¹³⁶ “Concomitantemente ao aumento das espécies de valores mobiliários submetidas ao campo de competência da Comissão de Valores Mobiliários, surge, entre nós e em outros países, a partir da década de 1980, e como consequência do desenvolvimento tecnológico, a rápida e crescente utilização da informática no mundo dos valores mobiliários, fazendo com que tais bens pudessem efetivamente se comportar como investimentos de massa.

Desta feita, após a subscrição de valores mobiliários, refletida no respectivo boletim de subscrição ou instrumento equivalente, o agente emissor poderá eleger instituição financeira autorizada a custodiar valores mobiliários escriturais. O mesmo ocorre com o processo de alienação ou aquisição de novos valores mobiliários do mesmo emitente; ou seja, a instituição financeira depositária irá debitar o vendedor e creditar o comprador, com a emissão de simples aviso enviado a ambos, comunicando a transação, sem a emissão ou cancelamento de qualquer certificado ou cédula.” (MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015, pp. 161-162).

Atualmente, apenas alguns ativos admitem este tipo de representação¹³⁷, de forma que para serem negociados em mercado devem ser depositados em uma central depositária. Antes desse depósito o ativo deverá ser *imobilizado*, isto é, deverá ter a sua propriedade fiduciária transferida para a central depositária, a qual fará o depósito daquele ativo em seus sistemas, em uma conta sob a titularidade do investidor¹³⁸. Vale ressaltar que o título cartular permanecerá imobilizado junto ao custodiante do emissor e seu registro na central depositária será apenas escritural¹³⁹⁻¹⁴⁰.

Por outro lado, considera-se como um ativo escritural, aquele representado por um registro contábil em nome do titular. Este registro deverá ser feito pelo emissor ou por seu escriturador, conforme o caso, o qual deverá manter, em seus sistemas, o registro de cada um dos titulares, as quantidades subscritas e seus respectivos preços de aquisição. Assim como ocorre com os ativos cartulares, a negociação em mercado destes ativos exige o depósito em central depositária, em procedimento semelhante ao cartular¹⁴¹. Entretanto, para os ativos escriturais não há que se falar em imobilização, considerando que o ativo nunca foi emitido em via física. Nestes casos, ocorre a *desmaterialização* do ativo.

Neste sentido, temos que:

“A imobilização consiste na guarda de valores mobiliários na forma de títulos ao portador ou representados por certificados em instituições denominadas depositárias (‘Instituição Depositária’, ‘Central Depositária’ ou Central Securities Depository – ‘CSD’). O objetivo é que, com a guarda, tais valores mobiliários fiquem ‘imóveis’ (imobilizados na CSD), de forma que não sejam removidos, entregues e nem circulem fisicamente por força de liquidação de

¹³⁷ Podemos citar como exemplos alguns títulos de créditos, como as cédulas de crédito bancário.

¹³⁸ As centrais depositárias, bem como as atividades de depósito centralizado serão tratados com maior destaque adiante neste trabalho.

¹³⁹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo*. São Paulo: B3 Educação, p. 12. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>. Acessado em 04 de abril de 2019.

¹⁴⁰ Instrução CVM 541 – Artigo 1º [...] § 2º Os valores mobiliários depositados nas contas de depósito centralizado são representados e movimentados apenas sob a forma de registros escriturais efetuados nas referidas contas.

¹⁴¹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo*. São Paulo: B3 Educação, p. 12. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>. Acessado em 04 de abril de 2019.

operações das quais sejam objeto ou para efeito de transferência de propriedade. Uma vez que os valores mobiliários sejam entregues para a Instituição Depositária e considerando o fim a que se destina a imobilização e a atividade que se propõe a exercer, esta não passa a ser proprietária dos valores mobiliários, apenas a detê-los em nome ou benefício dos participantes do SSS [Securities Settlement Systems] ou do administrador do SSS, que são aqueles que efetivamente possuem, por si ou por seus clientes, interesse econômico nos valores mobiliários imobilizados¹⁴².”

Por outro lado, a desmaterialização resume-se na existência unicamente escritural de ativos financeiros ou valores mobiliários. Ou seja, os ativos são emitidos de forma escritural, sem nunca terem sofrido a materialização ou existência física, corpórea ou tangível. Desde a sua emissão, tais ativos são apenas registros escriturais e contábeis, sob a titularidade daquele em cujo nome tais ativos se encontram registrados¹⁴³.

Tanto a imobilização quanto a desmaterialização de ativos financeiros e valores mobiliários ocorre através da transferência da propriedade fiduciária¹⁴⁴ destes títulos à central depositária. Desta maneira, o titular do ativo permanece com seus direitos patrimoniais e reais¹⁴⁵⁻¹⁴⁶ sobre o ativo financeiro ou o valor mobiliário, sendo

¹⁴² PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob orientação do Prof. Titular Dr. Newton de Lucca, 2012, p. 22.

¹⁴³ PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob orientação do Prof. Titular Dr. Newton de Lucca, 2012, p. 23.

¹⁴⁴ A questão da detenção da propriedade fiduciária dos ativos pela entidade responsável pelos serviços de custódia foi uma inovação trazida pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, quando da reformulação da Lei 6.404/76. Acerca da custódia de ações fungíveis, temos: “[a] Lei 10.303/2001, incorporando os usos e costumes comerciais, reformulou o instituto da custódia, que agora passa a basear-se na transferência da *propriedade fiduciária* dos valores mobiliários depositados à instituição custodiante.” (CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 132).

¹⁴⁵ “A propriedade direta ocorre quando o investidor final possui a titularidade dos valores mobiliários escriturais, independente de haver intermediários entre ele e o emissor ou a CSD, pressupondo que esta seja a fonte de registro de propriedade. Desta forma, o fato de haver um ou mais intermediários não afeta o direito do investidor de ser o legítimo proprietário dos valores mobiliários podendo exigir os direitos que lhe são próprios diretamente do emissor. Os intermediários não adquirem titularidade sobre os valores mobiliários, pois atuam como agentes dos investidores (seus clientes) e, quando muito, são considerados possuidores ou detentores fiduciários que devem apenas manter registros para os investidores.” (PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob orientação do Prof. Titular Dr. Newton de Lucca, 2012, p. 27).

transferida apenas a titularidade fiduciária do ativo à central depositária, nos termos da legislação em vigor¹⁴⁷.

“[...] a clearing toma a titularidade dos direitos e deveres oriundos do negócio jurídico celebrado entre os participantes, de sorte que cada um desses passa a ter, como credora ou devedora, aquela entidade, que se encarregará, então, de receber o que se lhe deve e de pagar o que se lhe é exigível.”¹⁴⁸ (destaques nossos).

Vale destacar, assim, que a central depositária não poderá dispor dos ativos financeiros e dos valores mobiliários recebidos em titularidade fiduciária, ficando obrigada 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 centralizado¹⁴⁹.

A constituição e a extinção da titularidade fiduciária em favor da central depositária serão realizadas, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente com a inclusão e a baixa dos ativos financeiros e valores mobiliários nos controles de titularidade da entidade depositária¹⁵⁰.

¹⁴⁶ “De ver-se que, em verdade, não há mudança das partes contratantes, pois isto seria atingir o plano da existência do negócio jurídico. Vale dizer, ao fazer-se menção à parte contratante, agrega-se que a assunção desta posição jurídica pela *clearing* é para fins de liquidação das obrigações relativas às operações nela registradas e aceitas. Está-se, aí, no plano da eficácia, *posterius* em relação ao da existência. Está-se, portanto, no plano das relações jurídicas, direitos, deveres e obrigações, cuja titularidade a câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação assume *ope legis*, extinguindo as obrigações existentes entre os participantes pela substituição por outras obrigações, em que estes figuram como credores e devedores em relação à *clearing* e esta, como devedora e credora em relação a cada um dos participantes.” (grifos nossos). (AGUIAR JÚNIOR, Nelson Alves. *Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro*. Texto que serviu de base à palestra realizada no dia 29 de novembro de 2000, no 8.º Encontro de Juristas Bancários de Expressão Oficial Portuguesa, ocorrido no período de 27 a 29 de setembro de 2000, no Edifício-Sede do Banco Central do Brasil, situado em Brasília, Distrito Federal, p. 13. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 06 de junho de 2018).

¹⁴⁷ Nos termos do artigo 24 da Lei 12.810/13.

¹⁴⁸ AGUIAR JÚNIOR, Nelson Alves. *Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro*. Texto que serviu de base à palestra realizada no dia 29 de novembro de 2000, no 8.º Encontro de Juristas Bancários de Expressão Oficial Portuguesa, ocorrido no período de 27 a 29 de setembro de 2000, no Edifício-Sede do Banco Central do Brasil, situado em Brasília, Distrito Federal, p. 12. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 06 de junho de 2018.

¹⁴⁹ Nos termos do artigo 24, §4º da Lei 12.810/13.

¹⁵⁰ Nos termos do artigo 24, §1º da Lei 12.810/13.

Ainda, a lei estabelece que os ativos financeiros e valores mobiliários sob a titularidade fiduciária da central depositária não poderão se comunicar com o patrimônio da entidade depositária, não sendo, portanto, passíveis de constituição de garantia pelas entidades, de forma que tais ativos deverão permanecer em contas de depósito centralizado em nome do respectivo titular efetivo, ou de seu representante, até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares efetivos¹⁵¹.

Desta maneira, os ativos financeiros e valores mobiliários depositados nas centrais depositárias terão seus registros escriturais depositados em contas sob a titularidade de seus respectivos titulares, de forma que as negociações destes ativos ocorrerão através de registros e movimentações contábeis entre um titular e outro, cujas movimentações serão realizadas pela própria central depositária a pedido dos seus titulares dos ativos ou de seus representantes, conforme o caso.

2.4. Registro x Depósito

Dentre as atividades prestadas pela B3, com o objetivo de prover uma infraestrutura para os mercados financeiro e de capitais, são relevantes para o tema central deste trabalho, a análise dos serviços de pós-negociação, os quais incluem as atividades de Depósito Centralizado e Ambiente de Registro, dentre outras¹⁵².

Destaca-se que, tanto o depósito centralizado quanto o registro de ativos financeiros e valores mobiliários são atividades que devem ser prestadas, unicamente, por instituições devidamente autorizadas pelo BCB e pela CVM, nos termos da Lei 12.810/13¹⁵³, os quais deverão, ainda, supervisionar e regular estas atividades¹⁵⁴.

¹⁵¹ Nos termos do artigo 24, § 3º da Lei 12.810/13.

¹⁵² Conforme informação disponível no website da B3, compreendem os serviços de pós-negociação da B3: (i) Contraparte Central Garantidora; (ii) Serviços de Liquidação; (iii) Depósito Centralizado; (iv) Ambiente de Registro; e (v) Empréstimo de Ativos.

¹⁵³ Conforme artigo 2º do Regulamento Anexo à Circular nº 3.743, de 08 de janeiro de 2013 do BCB (“Circular Bacen 3.743”).

¹⁵⁴ Conforme artigos 22 e 28 da Lei 12.810/13.

Compete ao CMN, portanto: (i) disciplinar a exigência de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, inclusive no que se refere à constituição dos ônus e gravames¹⁵⁵; e (ii) dispor sobre os ativos financeiros que serão considerados para fins do registro e do depósito centralizado, em função de suas inserções em operações no âmbito do sistema financeiro nacional¹⁵⁶.

Neste sentido, o CMN emitiu a Resolução CMN 4.593, buscando criar as bases normativas para as atividades de registro e depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários no Brasil. Posteriormente, a Diretoria Colegiada do BCB resolveu publicar a Circular nº 3.743, de 08 de janeiro de 2015 (“Circular BCB 3.743”), aprovando o regulamento que disciplinaria estas atividades, além da constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros.

Vale ressaltar, ainda, que no âmbito da regulação da CVM, a autarquia expediu a Instrução CVM 541, acerca das atividades de depósito centralizado de valores mobiliários, determinando as principais responsabilidades dos depositários centrais no país.

Pela definição legal, assim, o *depósito centralizado*, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos¹⁵⁷.

Nos termos da Instrução CVM 541, o depósito centralizado é condição para a distribuição pública de valores mobiliários e para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados, de forma que, sem a realização do depósito do valor mobiliário em uma central depositária, tanto o emissor quanto o titular ou a instituição intermediária de negociação (distribuidores e corretoras) não poderão exercer seus direitos e/ou atividades¹⁵⁸.

¹⁵⁵ A questão dos ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários depositados ou registrados, conforme o caso, será tratada em subcapítulo próprio adiante.

¹⁵⁶ Conforme artigo 26-A da Lei 12.810/13.

¹⁵⁷ Nos termos do artigo 23 da Lei 12.810/13.

¹⁵⁸ Conforme artigo 3º da referida Instrução.

Paralelamente, os ativos financeiros e valores mobiliários de obrigação ou coobrigação de pagamento de instituições financeiras e demais instituições autorizadas pelo BCB devem ser registrados em entidades registradoras de títulos, ressalvadas as exceções previstas na Resolução CMN 4.593¹⁵⁹. Atualmente, além da B3, foram constituídas novas entidades registradoras no país, devidamente autorizadas a funcionar pelo BCB¹⁶⁰.

Pela definição prevista em lei, o registro de ativos financeiros e de valores mobiliários compreende a escrituração, o armazenamento e a publicidade de informações referentes a transações financeiras, ressalvados os sigilos legais¹⁶¹⁻¹⁶².

A Circular BCB 3.743 estabelece, complementarmente, que a atividade de registro de ativos financeiros compreende o armazenamento de informações referentes aos ativos financeiros não objeto de depósito centralizado, às suas transações, às garantias a eles vinculadas, bem como aos procedimentos relacionados à constituição de ônus e gravames sobre esses ativos financeiros¹⁶³.

Vale ressaltar que o ambiente de registro e o depósito centralizado foram temas de amplos debates no mercado até a publicação da Resolução CMN 4.593, que previu suas diferenças, funções e responsabilidades.

Nos termos da Resolução mencionada acima, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, na atribuição da prestação dos serviços de custódia de ativos financeiros, deverão efetuar o *registro* de (i) ativos financeiros - conforme definidos na resolução; (ii) valores mobiliários - nos termos da Lei 6.385/76; (iii) títulos de crédito e contratos de depósito a prazo

¹⁵⁹ Conforme artigo 1º c/c 3º da Resolução CMN 4.593.

¹⁶⁰ Como exemplo, podemos citar a C3 Registradora (<https://www.cip-bancos.org.br/Paginas/C3.aspx>), do grupo econômico da CIP, uma associação civil sem fins lucrativos que integra o SPB.

¹⁶¹ Dentre outros exemplos, o sigilo bancário está previsto na Lei Complementar 105, de 10 de janeiro de 2001.

¹⁶² Nos termos do artigo 28 da Lei 12.810/13.

¹⁶³ Nos termos do art. 10 da referida Circular.

enquadráveis no art. 2º, inciso I, alíneas “a” e “b”¹⁶⁴ da resolução; e (iv) valores mobiliários de sua obrigação ou coobrigação de pagamento¹⁶⁵.

Adiante, a Resolução CMN 4.593 exige que tais instituições efetuem o *depósito centralizado* de (i) ativos financeiros - conforme definidos na referida resolução; (ii) valores mobiliários - nos termos da Lei 6.385/76¹⁶⁶; (iii) títulos de crédito e contratos de depósito a prazo enquadráveis no art. 2º, inciso I, alíneas “a”¹⁶⁷; e (iv) valores mobiliários de sua emissão que se qualifiquem para o depósito centralizado, como condição para: (a) a negociação em plataforma eletrônica centralizada e multilateral administrada por entidade autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM; e (b) a assunção de quaisquer das atribuições mencionadas no art. 8º da referida resolução pelo titular ou por instituição custodiante distinta do emissor ou da instituição obrigada a realizar o pagamento do título.

Importante destacar que define-se como *plataforma eletrônica centralizada e multilateral*, a plataforma em que as ofertas relativas a determinado ativo financeiro ou valor mobiliário são direcionadas a um mesmo ambiente de negociação e disponibilizadas para aceitação por qualquer uma das partes autorizadas a negociar na plataforma.

Adicionalmente, a norma exige que tanto o registro quanto o depósito centralizado deverão contemplar as características dos ativos financeiros e dos valores mobiliários e, quando aplicável (a) a estrutura de rentabilidades e fluxos de pagamentos dos ativos financeiros e valores mobiliários; (b) os resgates antecipados; (c) a subscrição, o empréstimo e as negociações de compra e de venda de ativos financeiros e de valores mobiliários; (d) as operações de aceite; e (e) a constituição de ônus e de gravames¹⁶⁸.

¹⁶⁴ Resolução CMN 4.593 – Art. 2º, inciso I – “os títulos de crédito, direitos creditórios e outros instrumentos financeiros que sejam: a) de obrigação de pagamento das instituições mencionadas no art. 1º, incluindo contratos de depósitos a prazo; b) de coobrigação de pagamento das instituições mencionadas no art. 1º, em operações como aceite e garantia.”

¹⁶⁵ Nos termos do artigo 4º da Resolução CMN 4.593.

¹⁶⁶ As definições de ativos financeiros e de valores mobiliários foram analisadas no subcapítulo 2.2 acima deste trabalho.

¹⁶⁷ Referência à nota de rodapé de nº 164, acima.

¹⁶⁸ Nos termos do artigo 5º da Resolução CMN 4.593.

É vedado às instituições, também, manter, de forma simultânea, um mesmo ativo financeiro ou valor mobiliário registrado e depositado ou registrado em entidades registradoras distintas. O custodiante deverá, assim, observar os requisitos da norma para cada tipo de título, efetuando seu registro ou depósito centralizado, conforme o caso.

A Resolução CMN 4.593 dispõe, ainda, que a prestação dos serviços de custódia de ativos financeiros enquadráveis em seu art. 2º, inciso I, alíneas “a” e “e”, compreende: (i) a conservação, o controle e a conciliação das posições de ativos financeiros em contas mantidas em nome do titular; (ii) a conservação, o controle e o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos titulares ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; (iii) o tratamento dos eventos incidentes sobre os ativos financeiros custodiados; (iv) a guarda física dos títulos não escriturais; e (v) a realização dos procedimentos necessários para a constituição e a extinção do regime de depósito centralizado de ativos financeiros por solicitação dos seus titulares efetivos ou por pessoas legitimadas por contrato ou mandato.

A norma prevê a exceção para a custódia de títulos de créditos escriturais, enquadráveis em seu art. 2º, inciso I, alínea “a”, isto é, aqueles de obrigação de pagamento das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB, não objeto de depósito centralizado, cuja custódia, então, deverá ser realizada pela instituição emissora dos ativos.

Na prática, esta exceção pode fragilizar a manutenção e a negociação do ativo, na medida em que tal título não será objeto de depósito centralizado e, ainda, sua custódia será realizada pelo próprio emissor, o qual detém, ainda, a obrigação pelo pagamento. Idealmente, sob o ponto de vista jurídico, a custódia deveria ficar a cargo do titular do ativo - ou de seu custodiante terceiro contratado - detentor do título de crédito, respeitando-se, assim, as características essenciais dos títulos de créditos, dentre eles, a manutenção da cártula pelo detentor do direito de crédito, garantindo-se maior segurança jurídica aos investidores e ao próprio mercado.

De fato, a custódia física pode se provar bastante custosa e impraticável pelas pequenas e médias instituições do mercado, o que levou ao regulador possibilitar, assim, que tal atividade fique a cargo do emissor do ativo, isto é, uma instituição financeira ou

entidade autorizada a funcionar pelo BCB, devidamente credenciada para a prática das atividades de custódia, estando, portanto, completamente apta à prática da custódia física destes ativos.

Apesar da permissão normativa, destaca-se que tal situação deve ser analisada e tratada com atenção e parcimônia pelo mercado, verificando se o emissor possui condições para manter a custódia física, e determinando as responsabilidades, daí decorrentes, perante os titulares do crédito cedido.

Em 2015 foi publicada a Circular BCB 3.743, prevendo as exigências que os regulamentos dos sistemas organizados, que vierem a realizar as atividades de registro e de depósito centralizado, devem conter, distinguindo os requisitos e as características de cada uma das atividades, nos termos do seu artigo 3º, incisos I e II, conforme dispostos abaixo:

Depósito	Registro
<p>“I - relativamente ao depósito centralizado:</p> <p>a) a indicação inequívoca do momento em que a liquidação é efetivada;</p> <p>b) a estrutura de contas e os procedimentos relacionados a sua abertura, manutenção e encerramento;</p> <p>c) a forma e os procedimentos relacionados ao fornecimento de saldos e extratos;</p> <p>d) a sistemática de transferência da titularidade fiduciária que constitui o depósito;</p> <p>e) os procedimentos relacionados à conciliação;</p> <p>f) os procedimentos relacionados à constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros; e</p> <p>g) os mecanismos e salvaguardas adotados pelo sistema para administração dos riscos de crédito, de liquidez e operacional”.</p>	<p>“II - relativamente ao registro:</p> <p>a) a forma e os procedimentos para o registro de informações;</p> <p>b) as regras destinadas a que os participantes zelem pela veracidade das informações e mantenham os registros devidamente atualizados;</p> <p>c) os procedimentos que visam à qualidade das informações registradas pelos participantes;</p> <p>d) os procedimentos relacionados à conciliação;</p> <p>e) os mecanismos e salvaguardas adotados pelo sistema para administração do risco operacional; e</p> <p>f) os procedimentos relacionados à constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros”.</p>

Define-se por depósito centralizado¹⁶⁹, dessa maneira, as atividades e procedimentos de: (a) guarda centralizada de ativos financeiros, fungíveis e infungíveis; (b) armazenamento de informações adicionais referentes a ativos financeiros depositados, quando exigido por regulamentação específica; (c) manutenção e movimentação de contas de ativos financeiros, contemplando a transferência e o controle de sua titularidade efetiva; (d) fornecimento de saldos e extratos de contas de ativos financeiros; (e) registro constitutivo de emissão de ativos financeiros, quando a lei ou regulamentação exigir que a emissão seja realizada em entidade dessa natureza; (f) a constituição, a alteração e a desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros; e (g) o tratamento de eventos incidentes sobre ativos financeiros.

Adicionalmente, o depositário central deverá prever em seu regulamento a obrigação dos participantes (custodiante, escrituradores ou corretoras, conforme o caso) em zelar pela veracidade e pela atualização das informações cadastrais dos clientes finais a quem prestam serviço¹⁷⁰.

A Circular BCB 3.743, prevê, ainda, que fazem parte das atividades de registro de ativos financeiros o armazenamento de informações referentes aos ativos financeiros¹⁷¹ não objeto de depósito centralizado, as suas transações, as garantias a eles vinculadas, bem como os procedimentos relacionados à constituição de ônus e gravames sobre esses ativos financeiros¹⁷².

Em termos práticos, entende-se por Ambiente de Registro em contraposição ao Depósito Centralizado, conforme esclarecido ao mercado pela própria B3, à época ainda Bovespa, durante um *Workshop* do Banco Central do Brasil, realizado em junho de 2015¹⁷³:

¹⁶⁹ Nos termos do artigo 4º da Circular BCB 3.743.

¹⁷⁰ Nos termos do artigo 8º, §3º da Circular BCB 3.743.

¹⁷¹ Vale ressaltar que a Circular BCB 3.743 trata somente do depósito centralizado e do registro dos *ativos financeiros*, considerando que os valores mobiliários ficam sob o escopo de supervisão, fiscalização e regulamentação da CVM.

¹⁷² Conforme artigo 10 da Circular BCB 3.743.

¹⁷³ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Regulação das atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros*. Apresentação realizada pelo Sr. Marcelo Wilk, Diretor da Central Depositária de Ativos e de Registro de Operações do Mercado de Balcão, durante o Workshop Banco Central do Brasil, em junho de 2015, p. 5.

	Ambiente de Registro	Depósito Centralizado
Função	Armazenamento e a publicidade de informações referentes a ativos financeiros e valores mobiliários (“ativos”), incluindo suas transações e os ônus e gravames a eles relativos.	Compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários (“ativos”), fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos.
Principais Características	<ul style="list-style-type: none"> • “Espelhamento” dos registros de ativos do emissor ou de transações/contratos realizadas/negociados previamente, para fins exclusivos de publicidade. • A efetiva titularidade sobre os ativos emitidos é o registro do emissor. • Ônus e gravames são constituídos fora do ambiente de registro, devendo ser refletidos posteriormente no ambiente. 	<ul style="list-style-type: none"> • Assume a titularidade fiduciária sobre os ativos depositados (“imobilização”) • A titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários objeto de depósito se presume pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central (beneficiário final). • A titularidade efetiva dos ativos financeiros e dos valores mobiliários objeto de depósito se presume pelos controles de titularidade mantidos pelo depositário central (beneficiário final). • Validade legal para registro de ônus e gravames sobre os ativos depositados.

Ainda, nos termos dos esclarecimentos da B3, cabe ao sistema de registro, bem como à depositária central, conforme o caso, as responsabilidades comuns de¹⁷⁴:

- (i) Manutenção de controles para assegurar a qualidade das informações registradas ou das características dos ativos depositados, incluindo procedimentos de conciliação periódica com os emissores;
- (ii) Monitoramento contínuo das transações, reportando atipicidades e mantendo procedimentos para correção de eventuais imperfeições;
- (iii) Supervisão sobre os participantes, buscando manter a qualidade de seus processos internos e zelando pela aderência às regulamentações vigentes; e
- (iv) Manutenção de processo de fornecimento tempestivo de informações aos reguladores.

¹⁷⁴ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Regulação das atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros*. Apresentada realizada pelo Sr. Marcelo Wilk, Diretor da Central Depositária de Ativos e de Registro de Operações do Mercado de Balcão, durante o Workshop Banco Central do Brasil, em junho de 2015, p. 6.

Desta maneira, percebe-se que o depósito centralizado e o registro podem ser realizados tanto para ativos escriturais quanto cartulares, alterando-se apenas os procedimentos a serem cumpridos pelo depositante central ou pelo registrador, conforme o caso.

Por fim, vale mencionar que a CVM dispôs, na Instrução CVM 542, que os custodiantes devem providenciar, por solicitação dos titulares efetivos dos ativos financeiros sob sua custódia ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato, a constituição ou a extinção do depósito centralizado, a transferência de custódia, bem como de eventuais direitos e ônus, e, ainda, a constituição ou a extinção de gravames e ônus sobre estes ativos. Estas atividades devem ser realizadas no prazo máximo de 2 (dois) dias úteis, a partir do recebimento da solicitação, ressalvado o disposto em regulamentação específica¹⁷⁵.

Conforme as características e funções descritas acima, verifica-se que o depósito centralizado de ativos garante uma maior segurança ao titular do ativo. Isto, porque, o depósito centralizado é a guarda centralizada de ativos financeiros e valores mobiliários, mediante a transferência da titularidade fiduciária destes ativos para a central depositária, a qual deverá segregar e controlar os ativos em contas individuais a cada um de seus efetivos titulares, promovendo a conciliação diária das posições detidas com relação às mantidas em contas de custódia¹⁷⁶, realizando as transferências de titularidade, quando houver, efetivando a liquidação destas operações e fornecendo saldos e extratos aos titulares. Trata-se, assim, de um serviço basilar para que ocorram negociações seguras e corretas de ativos financeiros e valores mobiliários em um mercado organizado.

O registro, por outro lado, está vinculado ao acesso à informação pelo mercado. Preocupa-se, neste serviço, com o registro, transparência e publicidade de informações sobre os ativos financeiros, e, principalmente, com a veracidade e a qualidade destas informações, com o intuito de proteger os titulares destes ativos, e, ainda, terceiros que

¹⁷⁵ Conforme o art. 10º, § 2º da Instrução CVM 542, a transferência de custódia entre um prestador de serviços a outro deverá ser realizada, igualmente, em até dois dias úteis do requerimento válido formulado pelo investidor.

¹⁷⁶ Circular BCB 3.743 – “Art. 6º - O depositário central deve adotar procedimentos de conciliação diária para que o total de ativos financeiros levados a depósito centralizado e as posições de ativos financeiros mantidas em contas de custódia reflitam fielmente as respectivas informações mantidas nos controles de cada participante”.

porventura venham a adquiri-los. O registro, desse modo, buscar garantir publicidade, eficácia perante terceiros e transparência das informações sobre ativos registrados nos ambientes de registro. Apesar do depósito centralizado garantir publicidade e eficácia perante terceiros, estas são consequências do depósito, e não, o objetivo central do depósito centralizado, o qual é permitir a distribuição pública e a negociação dos ativos em mercado.

2.5. *Requisitos para a Prestação dos Serviços de Custódia*

Os serviços de custódia de valores mobiliários, conforme já descrito brevemente acima, deverão obedecer, dentre outras normas, os ditames da Instrução CVM nº 542, que trata especificamente destes serviços.

Nos termos do artigo 24 da Lei 6.385/76, compete à CVM autorizar a atividade de custódia de valores mobiliários, cujo exercício será privativo das instituições financeiras, entidades de compensação e das entidades autorizadas, na forma da lei, a prestar serviços de depósito centralizado.

Na mesma linha, a Instrução CVM 542 determina que o serviço de custódia somente poderá ser prestado por uma instituição devidamente autorizada pela CVM para tanto. Desta forma, podem requerer autorização para a prestação de serviços de custódia: os bancos comerciais, múltiplos ou de investimentos, as caixas econômicas, as sociedades corretoras ou distribuidoras de títulos e valores mobiliários, e as entidades prestadoras de serviços de compensação e liquidação e de depósito centralizado de valores mobiliários¹⁷⁷.

A instituição interessada deverá, nos termos do artigo 4º da norma: (i) constituir e manter capacidade operacional e tecnológica para o desempenho de suas atividades, com vistas à prestação satisfatória dos serviços de custódia, em particular, no que tange à garantia da qualidade e confidencialidade das informações; e (ii) constituir e manter processos e sistemas informatizados seguros e adequados ao exercício das suas

¹⁷⁷ Conforme artigo 3º da Instrução CVM 542.

atividades, de forma a permitir o registro, o processamento e o controle das posições e das contas de custódia.

Considerando que grande parte dos ativos atualmente emitidos e negociados em mercado são escriturais e que o custodiante deve realizar a guarda e a conciliação destes ativos entre as contas individuais de seus clientes e os registros ou depósitos centralizados dos ativos, é essencial para a atividade do custodiante um sistema operacional e tecnológico robusto, informatizado e ágil, que garanta segurança aos seus clientes e o correto registro, controle e conferência das informações ali armazenadas.

A regulamentação ressalta, entretanto, que os processos e sistemas do custodiante sejam compatíveis com seu tamanho, com as características e o volume das operações sob sua responsabilidade, bem como com a natureza e a espécie dos valores mobiliários em custódia¹⁷⁸.

Desta forma, caso um custodiante em particular seja especializado em custódia física de ativos cartulares, seus processos e sistemas informacionais poderão ser menos arrojados e avançados do que um custodiante dedicado à guarda, controle e conciliação unicamente de ativos escriturais em depósito centralizado, por exemplo. O primeiro custodiante, assim, deve possuir sistemas voltados à segurança física dos ativos, com acesso restrito e mecanismos de segurança que garantam a integridade dos valores mobiliários, tais como cofres e carro forte para o transporte e armazenamento seguro destas cártulas¹⁷⁹.

Além disso, um custodiante de menor porte, com uma base mais restrita de clientes, não precisará de uma extensa equipe técnica e de um suporte informacional altamente desenvolvido, exigidos de um grande custodiante, com centenas de clientes e milhares de ativos sob custódia. O requerente ao credenciamento como custodiante deve demonstrar em seu pedido, ainda, que possui capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem realizadas.

¹⁷⁸ Nos termos do § 1º do artigo 4º da Instrução CVM 542.

¹⁷⁹ “Item 76. O Participante que presta serviço de guarda física de Ativos deve manter estrutura para a guarda, com acesso restrito, e mecanismos de segurança que garantam a integridade dos valores mobiliários”. (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 20. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

O pedido de autorização para atuação como custodiante deve ser encaminhado à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários – SMI da CVM, mediante a apresentação de requerimento instruído com os documentos descritos no Anexo 5 da Instrução CVM 542, sem prejuízo da autarquia solicitar novos documentos ou informações adicionais durante o processo de análise do pedido.

A autorização será automaticamente concedida se o pedido não for negado em 90 (noventa) dias, contados de sua apresentação. Este prazo será interrompido na hipótese de pedido de informações complementares pela CVM, reiniciando uma nova contagem de 90 (noventa) dias após o cumprimento pelo requerente. Ao requerente será oferecido um prazo de até 60 (sessenta) dias para a apresentação da documentação e informações adicionais¹⁸⁰, eventualmente solicitadas.

O pedido de credenciamento será indeferido caso: (i) o requerente não apresente todas as informações, elementos e documentações solicitadas ao longo do processo de análise pela CVM; (ii) sejam identificadas informações falsas nos documentos apresentados; (iii) sejam identificadas informações inexatas nos documentos apresentados, que, pela sua extensão ou conteúdo, se mostrarem relevantes para a apreciação do pedido de autorização; (iv) o requerente não demonstre capacidade financeira ou condições técnicas e operacionais necessárias ao exercício da atividade; ou (v) o requerente deixe de atender qualquer outro requisito ou condição estabelecido na Instrução CVM 542¹⁸¹.

A decisão de indeferimento proferida pela CVM é passível de recurso ao CRSFN, na forma e nos prazos previstos na regulamentação.

A autorização concedida para a prestação dos serviços de custódia poderá ser cancelada a pedido do custodiante ou nas hipóteses de decretação de falência, liquidação judicial ou extrajudicial ou dissolução do custodiante. A autorização poderá ser cancelada, ainda, por decisão da CVM, após processo administrativo sancionador, em que serão assegurados o contraditório e a ampla defesa, caso seja constatada que a autorização foi obtida por meio de declarações falsas ou outros meios ilícitos ou que o custodiante não atende aos requisitos e condições estabelecidos na Instrução CVM 542.

¹⁸⁰ Conforme artigo 6º da Instrução CVM 542.

¹⁸¹ Nos termos do artigo 7º da Instrução CVM 542.

Havendo cancelamento da autorização a pedido do custodiante, este deverá apresentar à CVM evidências de que restituiu aos investidores ou transferiu, por orientação direta ou na forma do respectivo contrato de custódia, a outro custodiante todos os valores mobiliários que mantinha em sua custódia.

Nas demais hipóteses, o custodiante deverá transferir de imediato ao investidor, ou à pessoa por ele indicada, os valores mobiliários, os dados e os documentos relacionados aos serviços prestados até o momento do cancelamento.

Por fim, cancelada a autorização, o custodiante deverá informar de imediato a ocorrência do cancelamento às centrais depositárias que prestam o serviço de depósito centralizado dos valores mobiliários custodiados.

2.6. As Funções e Responsabilidades dos Custodiantes Perante a CVM, o CMN, a ANBIMA e a B3

Os custodiantes devem obedecer a uma série de regras e ditames em suas atividades, respeitando os normativos expedidos pela CVM e pelo CMN, além das autorregulamentações publicadas pela ANBIMA e pela B3.

Dentre as regras de conduta previstas na Instrução CVM 542, a primeira e principal é a responsabilidade do custodiante em manter os valores mobiliários de titularidade dos investidores em contas de custódia individualizadas em nome destes, segregadas de outras contas e de posições de titularidade do custodiante¹⁸².

Esta é a regra basilar que rege as instituições financeiras e os mercados financeiro e de capitais, determinando a segregação de patrimônio entre clientes e o provedor de serviços, garantindo, assim, segurança ao cliente e robustez ao sistema. Logo, os custodiantes deverão manter um patrimônio de afetação para cada um de seus clientes, completamente segregado de seus ativos e recursos próprios ou dos demais ativos e recursos sob sua custódia, seja de investidores ou de emissores.

¹⁸² Nos termos do artigo 11 da Instrução CVM 542.

Desta maneira, no caso de uma eventual decretação de falência ou liquidação judicial ou extrajudicial do custodiante ou de algum de seus clientes, os recursos e ativos custodiados dos demais clientes estarão totalmente protegidos e distanciados do patrimônio do custodiante ou do cliente devedor, não podendo ser atingidos por quaisquer credores que não aqueles do titular dos ativos¹⁸³.

Adiante, o artigo 12 da Instrução CVM 542 determina em seus incisos as demais responsabilidades a serem observadas pelo custodiante, as quais serão analisadas de maneira pormenorizada abaixo.

O custodiante deverá, portanto:

I – exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos investidores, sendo vedado privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas;

Como regra geral às instituições participantes do mercado, os prestadores de serviço deverão sempre exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade, evitando situações de conflito de interesses entre suas atividades ou de pessoas a elas vinculadas e dos investidores ou emissores dos ativos sob sua custódia.

A questão do conflito de interesses está amplamente consolidada na regulamentação da CVM, que nos últimos anos promoveu uma série de atualizações e revogações em suas instruções e deliberações, reforçando a obrigação dos participantes, sejam eles custodiantes, escrituradores, administradores fiduciários, gestores de recursos, dentre outros exemplos, em respeitar os interesses de seus clientes acima de seus próprios, garantindo e consolidando uma maior confiança do investidor em suas atividades e em todo o mercado de capitais.

Acompanhando os normativos da CVM, a autorregulação expedida pela ANBIMA e pela B3 prevê, com maiores detalhes, as obrigações e vedações a serem observadas pelas instituições do mercado, relacionadas ao conflito de interesses.

Neste sentido, o Código ANBIMA de Serviços Qualificados determina em seu artigo 25 que o custodiante deverá assegurar que:

¹⁸³ A questão das garantias, ônus e gravames sobre os ativos financeiros e valores mobiliários sob custódia será tratada em capítulo próprio mais adiante.

- (i) as posições dos ativos de titularidade de seus clientes sejam obrigatoriamente segregadas de posições proprietárias de sua instituição, observados os regulamentos dos depositários, câmaras e sistemas de liquidação;
- (ii) informações relativas às posições dos ativos de titularidade dos clientes somente sejam acessadas por integrantes da área responsável pela prestação do serviço de custódia, ou por integrantes de áreas cujos processos envolvam acesso a estas informações, desde que estas áreas sejam autônomas e não vinculadas às áreas com as quais possam ocorrer conflitos de interesse, salvo o piloto de reserva¹⁸⁴ em função do controle do caixa da instituição;
- (iii) os saldos de clientes sejam mantidos em conta segregada dos saldos do custodiante; e
- (iv) haja registro de posições e informações com identificação dos investidores.

Na mesma linha, o Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3 prevê em seus itens 62¹⁸⁵ e 73¹⁸⁶, a necessidade de segregação patrimonial e de contas entre os recursos financeiros próprios da instituição e de seus clientes. Adiante, no item 88 do referido Programa, a B3 exige que as atividades de custódia devam estar segregadas das atividades de administração de recursos e das mesas de operações das instituições¹⁸⁷.

¹⁸⁴ O piloto de reserva bancária é um profissional ou sistema capaz de gerenciar, continuamente, o saldo de reserva bancária, controlando os créditos e débitos lançados ao longo do dia no caixa da instituição financeira.

¹⁸⁵ “Item 62. O Participante deve manter as contas-correntes de recursos financeiros e as contas de Ativos de seus Clientes segregadas das contas próprias.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 17. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

¹⁸⁶ “Item 73. O Participante deve manter estrutura de contas de custódia individualizadas em nome dos Clientes, a fim de assegurar as completas segregação e identificação da titularidade dos Ativos custodiados, observando sigilo quanto às posições pertencentes a cada Cliente, na forma da regulamentação vigente.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 20. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

¹⁸⁷ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 21. Disponível:

Procurou-se estabelecer, assim, uma total segregação das atividades de custódia aos demais serviços eventualmente prestados pela instituição ou por demais instituições de seu grupo econômico, evitando-se, assim, que uma área interna utilize informações confidenciais de clientes do custodiante, a respeito de suas instruções e movimentações em mercado, o que poderia, certamente, influenciar no preço e na liquidez dos ativos em negociação.

Além da segregação de atividades, a autorregulação preocupou-se, também, com a proteção dos recursos do cliente, ressaltando a questão da segregação patrimonial obrigatória entre custodiante e clientes.

II – tomar todas as medidas necessárias para a identificação da titularidade dos valores mobiliários, para a garantia de sua integridade e para a certeza sobre a origem das instruções recebidas;

Primeiramente, destaca-se que o serviço de custódia se inicia com o cadastro correto e adequado de seu cliente, identificando o verdadeiro titular daqueles bens ou recursos, como forma de garantir integridade, segurança e certeza sobre a origem das instruções, e, ainda, promover uma análise preventiva aos crimes de lavagem ou ocultação de bens, direitos e valores ou financiamento do terrorismo.

Em linha com as responsabilidades previstas na Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999 (“Instrução CVM 301”), atualmente em processo de atualização pela CVM, o custodiante deverá adotar continuamente regras, procedimentos e controles internos, visando confirmar as informações cadastrais de seus clientes, mantê-las atualizadas, monitorar as operações por eles realizadas, de forma a evitar o uso da conta por terceiros, e identificar os beneficiários finais das operações¹⁸⁸.

Nitidamente, a preocupação do regulador é com a possibilidade do uso ilícito de uma conta de investimentos por um cliente com o objetivo de lavagem ou ocultação

http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018.

¹⁸⁸ Nos termos do inciso I do artigo 3º da Instrução CVM 301.

de bens e recursos ou, ainda, de financiamento de atividades criminosas, como o tráfico de drogas e armamentos ou o terrorismo.

É essencial, deste modo, que o custodiante, assim como outros prestadores de serviços no mercado, atuem ativamente na identificação, fiscalização, acompanhamento e atualização cadastral de seus clientes, monitorando suas operações em mercado e, em caso de eventual suspeita, notificando o Conselho de Controle de Atividades Financeiras - Coaf a esse respeito.

O custodiante deverá, ainda, identificar os clientes definidos como “pessoas politicamente expostas” pela norma, atuando mais fortemente na supervisão destes clientes¹⁸⁹. Determina-se como *Pessoa Politicamente Exposta – PPE* (i) aquela que desempenha ou tenha desempenhado, nos últimos 5 (cinco) anos, cargos, empregos ou funções públicas relevantes, no Brasil ou em outros países, territórios e dependências estrangeiros, assim como seus representantes, familiares e outras pessoas de seu relacionamento próximo; (ii) cargo, emprego ou função pública relevante exercido por chefes de estado e de governo, políticos de alto nível, altos servidores dos poderes públicos, magistrados ou militares de alto nível, dirigentes de empresas públicas ou dirigentes de partidos políticos; e (iii) familiares de pessoa politicamente exposta, seus parentes, na linha direta, até o primeiro grau, assim como o cônjuge, companheiro e enteado¹⁹⁰.

A referida instrução traz, inclusive, no §2º de seu artigo 3º-B, um rol exemplificativo de pessoas politicamente expostas no Brasil, elencando cargos dos poderes executivo, legislativo e judiciário.

Destaca-se que a atualização do cadastro de seus clientes deverá ser solicitada em prazo máximo de 24 (vinte e quatro) meses, devendo ser observado um prazo menor, a critério da instituição, para os clientes definidos como PPE¹⁹¹. Ainda, é vedado ao custodiante acatar novas instruções de clientes que estiverem com cadastro

¹⁸⁹ Conforme incisos III a VI do artigo 3º-A da Instrução CVM 301.

¹⁹⁰ Conforme caput do artigo 3º-B da Instrução CVM 301.

¹⁹¹ Conforme caput e §2º do art. 3º da Instrução CVM 301 e art. 24, inciso IV do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

desatualizado, devendo o cliente atualizar suas informações cadastrais previamente à efetivação da instrução de movimentação¹⁹².

Por fim, como o custodiante detém informações pessoais e patrimoniais de seus clientes deverá se atentar às responsabilidades oriundas do sigilo bancário, previstas na Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001¹⁹³. Necessitará possuir mecanismos que propiciem o controle de acesso às informações dos clientes por seus empregados, realizando testes periódicos de segurança da informação e assegurando meios eletrônicos seguros para envio e recepção de informações¹⁹⁴.

III – zelar pela boa guarda e pela regular movimentação dos valores mobiliários mantidos em custódia, conforme as instruções recebidas, e pelo adequado processamento dos eventos a eles relativos, mediante a implementação de sistemas de execução e de controle eletrônico e documental;

Custódia é guarda, seja ela física ou eletrônica, de ativos financeiros e valores mobiliários. É o controle do registro do ativo em entidades registradoras ou de seu depósito centralizado em depositários centrais realizado em titularidade do proprietário do ativo, atuando o custodiante na intermediação entre a central depositária ou a registradora e o investidor ou emissor, conforme o caso.

Nos termos do Código ANBIMA de Serviços Qualificados, a atividade de guarda consiste no:

¹⁹² Nos termos do § 4º do artigo 2º da Instrução CVM 301: “§ 4º Serão permitidas novas movimentações das contas de titularidade de clientes inativos apenas mediante a atualização de seus respectivos cadastros”. Ainda, esta vedação está prevista no Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3: “Item 38. É vedado ao Participante aceitar ou executar Ordens de Clientes que não estejam previamente cadastrados ou que não tenham atualizado os respectivos cadastros no prazo estabelecido pela regulamentação em vigor.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 13. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

¹⁹³ Lei Complementar 105/01: “Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados”.

¹⁹⁴ Nos termos do artigo 12 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados. Neste sentido, também: “Item 119. O Participante deve possuir mecanismos efetivos que assegurem a observância do sigilo das informações dos Clientes mantidas sob sua guarda.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 29. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

“I. Controle em meio eletrônico dos ativos financeiros de titularidade dos investidores junto aos depositários centrais, ou das informações sobre os ativos financeiros nas entidades registradoras por meio de contas de Custódia individualizadas em nome dos investidores e segregadas de outras contas e de posições de titularidade do Custodiante; II. Controle, individualizado e segregado por investidor, a partir das informações recebidas das entidades registradoras e cedentes, conforme o caso, com relação a ativos físicos ou arquivos eletrônicos, nas hipóteses em que a Regulação aplicável atribua ao Custodiante o dever de guarda de documentos; III. Conciliação diária das posições junto aos depositários centrais; IV. Conciliação das posições junto às entidades registradoras, quando exigido pela Regulação aplicável; e V. Guarda física, quando aplicável, de documentos relativos a ativos integrantes das carteiras dos Fundos e Carteiras Administradas, de acordo com o disposto nos parágrafos 1º e 2º do artigo 26¹⁹⁵ deste Código¹⁹⁶.”

Logo, o custodiante é responsável por toda a intermediação com o depositário central ou a entidade registradora, devendo atuar em nome do cliente, respeitando fielmente as instruções que lhe forem passadas pelo titular dos ativos, desde que observada a regulação e autorregulação em vigor.

Terá responsabilidade, portanto, pelas movimentações dos ativos financeiros objeto de depósito centralizado, bem como pelos registros e, quando aplicável, movimentações em sistemas de registro, liquidação e pela informação ao cliente acerca desses registros e movimentações¹⁹⁷.

Ao custodiante recai, ainda, o dever de administrar os eventos envolvendo os ativos financeiros e valores mobiliários, o que consiste no monitoramento contínuo das informações relativas aos eventos deliberados pelos emissores, assegurando a sua pronta informação ao cliente, bem como a disponibilização ou envio periódico de informações, que permitam a identificação e a verificação dos eventos ocorridos com os ativos sob custódia¹⁹⁸.

¹⁹⁵ O artigo 26 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados prevê as disposições acerca da custódia de emissores, cujo tema será tratado adiante neste trabalho.

¹⁹⁶ Conforme § 3º do art. 23 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados. Serão mantidos ao longo deste trabalho os termos definidos, com a inicial em maiúsculo, conforme previstos no referido Código.

¹⁹⁷ Nos termos do art. 24, inciso II do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

¹⁹⁸ Nos termos do art. 24, inciso I do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

IV – promover os atos necessários ao registro de gravames ou de direitos sobre valores mobiliários custodiados, tomando todas as medidas necessárias para a sua adequada formalização;

Um ativo financeiro ou valor mobiliário, em geral, pode ser dado em garantia de uma operação pelo seu titular. Nestes casos, o registro de garantias, ônus, gravames e quaisquer direitos sobre ativos financeiros e valores mobiliários é de responsabilidade do custodiante e será tratado, com maiores detalhes adiante neste trabalho.

V – assegurar, de forma permanente, a qualidade de seus processos e sistemas informatizados, mensurando e mantendo registro dos acessos, erros, incidentes e interrupções em suas operações; VI – garantir a segurança física de seus equipamentos e instalações, com o estabelecimento de normas de segurança de dados e informações que os protejam de acesso de pessoal não autorizado; VII – dispor de recursos humanos suficientes e tecnicamente capazes de realizar os processos e operar os sistemas envolvidos na prestação dos serviços de custódia;

Conforme destacado anteriormente, quando da análise do pedido de credenciamento para a prestação do serviço de custódia, o custodiante deverá possuir sistemas informatizados seguros e adequados ao exercício de suas atividades, de forma a permitir o registro, o processamento e o controle das posições e das contas de custódia¹⁹⁹.

Além da robustez do sistema, o regulador destaca, novamente, a preocupação com a segurança da informação, de forma a garantir a segurança física destes equipamentos, bem como a segurança estrutural do sistema, o qual deverá ser capaz de realizar a correta conciliação das posições de cada um dos clientes, bem como propiciar o sigilo de dados pessoais, patrimoniais e bancários destes titulares e emissores.

¹⁹⁹ Conforme item 76 do Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3. No mesmo sentido: “Item 27. O Participante deve utilizar sistema informatizado de registro e de controle para todas as Ordens.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 12. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

Por fim, para atuação correta e adequada, o custodiante deve possuir recursos humanos capazes e suficientes para operar os sistemas, realizar rotinas, conferências e monitoramento, bem como, acatar as instruções e ordens emitidas por seus clientes.

VIII – manter atualizados os manuais operacionais, a descrição geral dos sistemas a serem adotados na prestação dos serviços, o fluxograma de rotinas, a documentação de programas, os controles de qualidade e os regulamentos de segurança física e lógica; e

Em complemento ao sistema informatizado e seguro que deverá ser mantido pelo custodiante, a norma exige que a instituição possua manuais operacionais que descrevam os processos internos, compatíveis com seu porte, destacando o dia a dia das atividades e rotinas a serem desenvolvidas por seus profissionais, as responsabilidades de cada área e os registros, *logs* e acessos que possuirão cada profissional nos sistemas e ambientes físicos segregados destinados às atividades de custódia.

Os manuais operacionais devem ser mantidos por escrito, seu conteúdo deve ser passível de verificação, e devem ficar à disposição da CVM, dos depositários centrais, dos administradores de mercados organizados e de seus respectivos departamentos de autorregulação²⁰⁰.

Serão considerados descumprimentos da Instrução CVM 542 não apenas a inexistência ou insuficiência de regras previstas em manuais e políticas próprias pelo custodiante, mas, inclusive, a sua não implementação ou implementação inadequada, a partir da ocorrência de falhas recorrentes ou da ausência de registro da aplicação dos manuais e políticas pelas áreas internas do custodiante.

Vale ressaltar que, nos termos dos novos códigos expedidos pela ANBIMA, a associação alterou seu entendimento e seu foco na atuação de autorregulação do mercado. Antes, os códigos possuíam uma análise voltada aos produtos ofertados pelos participantes, porém, nas normas atualmente em vigor, as previsões estão pautadas nas atividades e nas responsabilidades de cada participante. A associação, portanto, estará mais focada na análise da implementação de regras, normas e procedimentos

²⁰⁰ Nos termos do art. 15 da Instrução CVM 542.

operacionais e de controles internos pelas instituições, buscando *evidências* deste cumprimento e da existência de controles e fiscalizações internas periódicas²⁰¹.

Neste sentido, a existência de áreas de *compliance* – e de auditoria interna, conforme o caso e o porte da instituição – é essencial para o desenvolvimento das atividades no mercado de capitais, impactando os processos, procedimentos e atividades realizadas pelos custodiantes e demais participantes do mercado. No caso dos custodiantes, inclusive, a Instrução CVM 542, em seu artigo 19, exige a estrutura de uma auditoria interna, cujos relatórios deverão permanecer à disposição para consulta pela CVM.

IX – implementar e manter atualizado plano de contingência que assegure a continuidade de negócios e a prestação dos serviços.

Por fim, o custodiante deverá possuir um plano de continuidade de negócios para os casos de contingência em suas estações físicas, garantindo a correta e segura prestação dos serviços mesmo em casos de instabilidade sistêmica, greves de empregados, desastres naturais, incêndios, dentre outros exemplos.

Na prática, o custodiante poderá se utilizar do plano de contingência mantido por uma ou mais entidades de seu grupo econômico, desde que tal plano observe as normas vigentes destinadas às instituições financeiras.

Adiante, além das disposições da Instrução CVM 542, o Código ANBIMA de Serviços Qualificados prevê alguns princípios e regras gerais que seus participantes, incluindo-se os custodiantes, deverão observar em suas atividades:

Art. 4º - As Instituições Participantes devem, no exercício de suas atividades, observar os seguintes princípios e regras de regulação e melhores práticas:

²⁰¹ Este novo posicionamento foi divulgado pela ANBIMA ao mercado em uma série de *workshops*, congressos e palestras, nos quais a associação fez parte durante os anos de 2018 e 2019. Maiores detalhes podem ser encontrados em seu site (www.anbima.com.br) ou em seu canal no Youtube (<https://www.youtube.com/user/AnbimaBR>).

I. Nortear a prestação das Atividades pelos princípios da liberdade de iniciativa e da livre concorrência;

II. Coibir quaisquer práticas que infrinjam ou estejam em conflito com as regras e princípios contidos neste Código, na legislação pertinente e/ou nas demais normas estabelecidas pela ANBIMA;

III. Evitar a adoção de práticas caracterizadoras de concorrência desleal e/ou de condições não equitativas;

IV. Adotar, no desempenho de suas atribuições e no cumprimento de seus deveres, o mesmo padrão de cuidado que exercem para com seus próprios ativos e valores, respondendo por eventuais perdas e/ou danos resultantes de dolo, fraude e/ou culpa relativos ao escopo das Atividades, inclusive quando prestados por terceiros contratados pelas Instituições Participantes;

V. Observar os procedimentos e as regras de mercado e de boa técnica bancária; e

VI. Evitar práticas que possam vir a prejudicar as Atividades ora disciplinadas por este Código ou seus respectivos participantes, especialmente no que tange aos deveres e direitos relacionados às atribuições específicas de cada uma das Instituições Participantes, estabelecidas em contratos, regulamentos e/ou na legislação vigente.

Percebe-se a previsão de regras gerais e de boas práticas de mercado, tais como a observância aos princípios da liberdade de iniciativa e da livre concorrência, o dever e cuidado no cumprimento de suas atividades, tal como o participante agiria com relação aos seus próprios negócios, ativos e valores, a vedação às práticas de concorrência desleal e em conflito com as normas vigentes, dentre outros exemplos. São estes alguns dos princípios norteadores de todas as atividades empresariais e que devem, expressamente, ser respeitados e seguidos pelos participantes dos mercados financeiro e de capitais.

2.6.1. Custódia para Investidores

Conforme mencionado anteriormente neste trabalho, o serviço de custódia se divide em “custódia para investidores” e “custódia para emissores”. Desta forma, além das responsabilidades gerais previstas no capítulo anterior, as normas vigentes tratam, ainda, dos deveres e obrigações a serem observados, exclusivamente, na prestação de serviços de custódia para investidores e para emissores.

Adiante serão analisadas as responsabilidades de cada tipo de custódia, com base nos contratantes destes serviços e em suas particularidades regulatórias e autorregulatórias.

2.6.1.1. Veículos de Investimento: Carteiras Administradas e Fundos de Investimento regidos pela Instrução CVM 555

As atividades de custódia para investidores, destinadas aos veículos de investimento constituídos no Brasil, coadunam-se, em grande medida, com a guarda eletrônica de ativos financeiros e valores mobiliários, sem prejuízo da ocorrência, em menor grau, da custódia física de ativos e valores mobiliários.

Primeiramente, consideram-se *veículos de investimento* os fundos de investimento e as carteiras administradas constituídas no Brasil, com o objetivo de investir recursos obtidos junto a um ou mais investidores²⁰².

“No que diz respeito à estrutura dos fundos de investimento, em linhas gerais, entendo que o objetivo regulatório ao incluir a previsão de contratação de terceiro para exercer o papel de custodiante – cuja atividade, vale dizer, poderia ser desempenhada pelo próprio administrador fiduciário, nos termos da ICVM 555/146 e da ICVM 356/01²⁰³ – seria assegurar maior confiabilidade quanto ao registro e guarda dos ativos ao agregar outro nível de controle à estrutura dos fundos, evitando, principalmente, situações de conflito de interesses e fraudes na administração destes ativos.

Dito de outro modo, ao autorizar o exercício da atividade de custódia por outro participante de mercado, distinto do administrador fiduciário, buscou-se estimular uma estrutura de controles mútuos e independentes no âmbito dos fundos de investimento. Até mesmo porque a contratação de instituição custodiante envolve a assunção de custos para os fundos, os quais se justificam, propriamente, em

²⁰² Definição prevista no art. 1º, inciso XLVIII do Código ANBIMA de Serviços Qualificados e no art. 1º, inciso LVIII do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros, vigente a partir de 23 de maio de 2019.

²⁰³ A Instrução CVM 555 trata da constituição e funcionamento dos fundos de investimento no Brasil, enquanto que a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, reúne os ditâmes a respeito dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, a ser analisada adiante por este trabalho.

razão dos ganhos de governança que se espera advir da atuação deste prestador de serviço²⁰⁴.”

Neste sentido, o custodiante de carteiras administradas e de fundos de investimento, que atue de forma segregada ao administrador fiduciário do veículo de investimento, tem uma função de *gatekeeper* na estrutura, na medida em que mitiga eventuais conflitos de interesses, realizando atividades de forma segregada e independente.

O custodiante para investidores, além das responsabilidades elencadas anteriormente, deverá realizar a *conciliação diária* entre as posições²⁰⁵ mantidas nas contas de custódia e aquelas fornecidas pelo depositário central, assegurando que os ativos financeiros e os valores mobiliários custodiados e os direitos provenientes destes ativos estejam devidamente registrados em nome do investidor junto ao depositário central, garantindo, assim, a correta titularidade dos ativos negociados em mercado aos seus respectivos investidores.

“Item 81. O Participante, nas atividades de custódia, deve realizar conciliação diária entre as posições mantidas nas contas de custódia e aquelas fornecidas pela central depositária, assegurando que os Ativos custodiados e os direitos provenientes desses Ativos estejam registrados em nome do Cliente junto à central depositária, quando for o caso, bem como tomar as providências necessárias caso sejam identificadas divergências.

Item 82. Os saldos em contas de custódia sob responsabilidade do Participante devem refletir as posições registradas perante a central depositária.²⁰⁶”

A conciliação consiste na validação das informações de operações recebidas do cliente, ou através de outras fontes tecnológicas, que reflitam as informações do cliente,

²⁰⁴ Manifestação de Voto do Diretor Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/13791, em 21 de maio de 2019, pp. 04-05. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190521_PAS_CVM_RJ2015_13791_vo_to_diretor_carlos_rebello.pdf. Acessado em 11 de julho de 2019.

²⁰⁵ Definição prevista na nota de rodapé nº 112 deste trabalho.

²⁰⁶ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 20. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018.

em comparação às informações recebidas da instituição intermediária das operações, como as corretoras, por exemplo. Inclui, ainda, o envio de informações, às partes envolvidas na operação, quanto a quaisquer divergências que venham a impedir a liquidação da operação.

A guarda, portanto, permite a aferição da correta propriedade dos ativos a cada um de seus titulares ou o controle dos ativos emitidos pelo emissor e disponíveis em negociação no mercado, garantindo a confiança basilar para as negociações em ambiente primário ou secundário, conforme o caso, na medida em que atua, em conjunto com os demais participantes do mercado, na garantia da existência do ativo e, portanto, dos direitos ali representados.

A segurança nas negociações no mercado de capitais, no entendimento deste trabalho, decorre do conhecimento de que determinado ativo estará custodiado em uma instituição, a qual será responsável, inclusive, pelo registro ou depósito centralizado deste ativo, permitindo que o titular exerça seus direitos perante terceiros. A guarda, portanto, é a função primordial do custodiante.

A Instrução CVM 542 destaca, ainda, a responsabilidade pela manutenção de sigilo quanto às características e quantidades dos valores mobiliários de titularidade dos investidores²⁰⁷, questão já tratada anteriormente, nos capítulos acima.

Mais detalhadamente, a respeito das responsabilidades do custodiante do investidor, o Código ANBIMA de Serviços Qualificados prevê que tal serviço compreende:

- I. A liquidação física e financeira de ativos financeiros a pagar ou receber, incluindo a liquidação financeira de contratos derivativos;*
- II. A guarda dos ativos financeiros (incluindo conservação, controle e conciliação de posições de ativos detidos em contas de Custódia);*
- III. O tratamento das instruções de movimentação e a administração e informação de eventos associados a esses ativos; e*
- IV. O pagamento das taxas relativas às Atividades prestadas, tais como, mas não limitadas a, taxa de movimentação e registro dos depositários e câmaras e sistemas de liquidação²⁰⁸.*

²⁰⁷ Conforme art. 12 da Instrução CVM 542.

²⁰⁸ Conforme art. 23 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

A liquidação de ativos financeiros e valores mobiliários compreende a etapa final da negociação, na medida em que ocorre a transferência do ativo para o comprador e o recebimento dos recursos financeiros ao vendedor. Neste sentido, o custodiante é responsável por realizar a liquidação física e/ou financeira, em tempo hábil, e em conformidade com as normas e regras aplicáveis ao tipo de liquidação a ser realizada²⁰⁹.

“Em termos jurídicos, a liquidação é importante por ser o momento em que se confere efetiva propriedade sobre os valores mobiliários objeto de um negócio e por ser o momento do efetivo adimplemento contratual. Durante o intervalo de liquidação, período compreendido entre a celebração do negócio e a liquidação propriamente dita, as partes têm direitos de natureza contratual. Após a liquidação, as partes possuem direito de natureza real, já que o comprador passa a ser legítimo proprietário dos valores mobiliários e o vendedor do preço recebido²¹⁰.”

Considerando o volume de operações negociadas diariamente em mercado, o custodiante deverá obedecer a uma série de fases e atividades que compreendem o processo de liquidação, a fim de mitigar riscos sistêmicos e/ou eventuais falhas durante a liquidação e a entrega dos ativos e recursos.

O processo de liquidação de ativos financeiros, portanto, se divide em algumas fases, descritas a seguir:

(i) *pré-liquidação*, que consiste no conjunto de procedimentos preliminares adotados para garantir a liquidação física e/ou financeira das operações dos clientes, envolvendo: (a) a validação das operações com a instituição intermediária; (b) a análise e verificação do mandato das pessoas autorizadas a emitir ordens pelo cliente, quando aplicável; (c) a checagem da posição física em custódia, se aplicável; e (d) a verificação da disponibilidade de recursos do cliente;

²⁰⁹ Conforme o §1º do art. 23 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

²¹⁰ PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob orientação do Prof. Titular Dr. Newton de Lucca, 2012, p. 44.

(ii) *efetivação*, que consiste na liquidação física e/ou financeira mediante o recebimento ou entrega de valores e/ou ativos de titularidade do cliente; e, por fim,

(iii) *emissão*, conforme estipulado contratualmente, de documentos que reflitam o estoque de ativos financeiros envolvidos na operação (seja uma subscrição, integralização, alienação, dentre outros exemplos), a movimentação física e financeira de ativos e recursos e o respectivo recolhimento de taxas e impostos, se aplicável²¹¹.

Percebe-se que as responsabilidades da custódia para investidores muito se assemelha às regras gerais destinadas aos custodiantes, de forma que regulador e autorregulador meramente detalham, com maior profundidade, os deveres e atividades compreendidas entre a guarda eletrônica, a conciliação diária, a administração de eventos envolvendo os ativos em custódia e a liquidação física e financeira destes ativos.

Por fim, outra responsabilidade que poderá ser repassada ao custodiante do investidor está relacionada às *negociações de ativos financeiros e valores mobiliários no exterior* por fundos de investimento brasileiros.

Conforme as disposições da Instrução CVM 555, que rege a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento constituídos no Brasil, os ativos financeiros e valores mobiliários adquiridos no exterior, por fundos de investimento brasileiros, requerem alguns cuidados e preocupações por parte do custodiante ou do administrador fiduciário local.

“Com relação à possibilidade de investimento em ativos escriturados [no exterior], mas não custodiados, a CVM acatou a sugestão tendo em vista que alguns ativos relevantes, como, por exemplo, cotas de fundos, podem não ser objeto de custódia. A CVM buscou, em relação à custódia, manter as regras mais próximas possíveis das vigentes no mercado doméstico²¹²”.

A norma exige que os ativos financeiros negociados exterior devam observar, ao menos, uma das seguintes condições: (i) ser registrados em sistema de registro,

²¹¹ Conforme §2º do art. 23 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

²¹² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013 – Processo CVM RJ nº 2003/11499, p. 50. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de junho de 2019

objeto de escrituração de ativos, de custódia ou de depósito central, em todos os casos, por instituições devidamente autorizadas em seus países de origem e supervisionados por autoridade local reconhecida; ou (ii) *ter sua existência diligentemente verificada pelo administrador ou pelo custodiante* do fundo, conforme definido no regulamento do fundo, e desde que tais ativos sejam escriturados ou custodiados, em ambos os casos, por entidade devidamente autorizada para o exercício da atividade por autoridade de países signatários do Tratado de Assunção (Mercosul) ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, seja supervisionada por autoridade local reconhecida²¹³.

Adicionalmente, o fundo de investimento só poderá investir em cotas ou participações de fundos de investimento no exterior se respeitada uma série de requisitos, dentre eles, a certificação pelo administrador, ou diretamente pelo custodiante do fundo local, de que o custodiante ou escriturador do fundo ou veículo de investimento no exterior possui estrutura, processos e controles internos adequados para desempenhar as seguintes atividades: (a) prestar o serviço de custódia ou escrituração de ativos, conforme aplicável; (b) executar sua atividade com boa fé, diligência e lealdade, mantendo práticas e procedimentos para assegurar que o interesse dos investidores prevaleça sobre seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas; (c) realizar a boa guarda e regular movimentação dos ativos mantidos em custódia ou, no caso de escrituradores, atestar a legitimidade e veracidade dos registros e titularidade dos ativos; e (d) verificar a existência, a boa guarda e a regular movimentação dos ativos integrantes da carteira do fundo ou veículo de investimento no exterior²¹⁴.

Logo, essa responsabilidade pela verificação da existência de escrituração ou custódia do ativo negociado no exterior, bem como a certificação de que o custodiante ou escriturador estrangeiro observa os requisitos descritos na norma brasileira, poderá ser repassada ao custodiante local, em previsão expressa no regulamento do fundo, o qual deverá garantir que o custodiante estrangeiro está aderente aos requisitos exigidos pela regulamentação brasileira²¹⁵.

²¹³ Conforme § 2º do art. 98 da Instrução CVM 555.

²¹⁴ Conforme art. 99, inciso I da Instrução CVM 555.

²¹⁵ Adicionalmente, temos a seguinte previsão, nas Regras e Procedimentos ANBIMA do Código de Administração de Recursos de Terceiros: “Art. 3º. O Administrador Fiduciário do Fundo 555 que aplicar em ativos financeiros no exterior deve certificar-se de que o Custodiante ou Escriturador desses ativos possui estrutura, processos e controles internos adequados para desempenhar as atividades de custódia ou

Importante analisar que este cumprimento, checagem e verificação das condições dos prestadores de serviços no exterior poderão elevar os custos do custodiante local, de forma que, na prática esta responsabilidade permanece com o administrador fiduciário ou, ainda, mais comumente, são contratados no exterior os custodiantes de grande porte, pertencentes a grupos financeiros globais com sede no Brasil.

Desta forma, usualmente, o custodiante local e o estrangeiro costumam fazer parte do mesmo grupo econômico, tornando-se, portanto, mais evidente e adequado o cumprimento dos requisitos normativos brasileiros pela entidade no exterior, ou o administrador fiduciário ou custodiante local, conforme o caso, contratam um custodiante global de grande porte e com reputação mundialmente reconhecida.

Adiante, trataremos das responsabilidades específicas que o custodiante dos fundos de investimento em direitos creditórios possui com relação aos ativos, títulos e contratos que podem pertencer às carteiras destes fundos.

2.6.1.2. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios regidos pela Instrução CVM 356

Excepcionalmente para os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”), o custodiante figura como um dos mais importantes prestadores de serviços, possuindo responsabilidades e deveres que vão além daqueles previstos na Instrução CVM 542 ou nas demais autorregulações mencionadas nos capítulos anteriores.

Nestes casos, o custodiante deverá cumprir, adicionalmente, regras próprias estabelecidas na Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 (“Instrução CVM 356”) e no Anexo I ao Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

escrituração de ativos (*due diligence*). §1º. Sem prejuízo de suas responsabilidades, o Administrador Fiduciário pode contratar o Custodiante do Fundo local para realizar o *due diligence* de que trata o caput. [...]” (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. *Regras e Procedimentos ANBIMA do Código de Administração de Recursos de Terceiros*. Vigente a partir de 23 de maio de 2019).

Em conjunto com o administrador fiduciário, o custodiante do FIDC atua fortemente como um *gatekeeper*²¹⁶, fiscalizando e supervisionando as atividades realizadas pelos demais prestadores de serviços do fundo, em especial, quanto aos ativos cedidos ao FIDC, bem como à documentação que evidencia o lastro de tais operações.

Em linhas gerais, os FIDCs são fundos de investimento que objetivam adquirir direitos creditórios com ágio, como forma de obterem rendimento aos seus cotistas. Consideram-se direitos creditórios²¹⁷, os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os *warrants*, contratos e títulos referidos no § 8º do art. 40 da Instrução CVM 356²¹⁸.

Devido à complexidade dos ativos e operações negociadas pelo FIDC, são determinadas aos custodiantes algumas responsabilidades específicas a este tipo de fundo, a fim de mitigar riscos, falhas e fraudes nas cessões efetuadas pelos fundos.

O custodiante do FIDC, assim, será o responsável por realizar a custódia e a guarda física ou eletrônica da documentação relativa ao lastro dos direitos creditórios do FIDC, devendo, no exercício de suas atividades, manter estrutura adequada para a realização desta guarda²¹⁹.

²¹⁶ “[...] o propósito regulatório ao conferir à instituição custodiante o papel de *gatekeeper* é agregar à estrutura dos fundos de investimentos nível independente de controle e, à vista disso, estimular a adoção de boas práticas de governança. Para tanto, é imprescindível que, no exercício de suas atribuições, os prestadores de serviços – entre os quais o custodiante – mantenham procedimentos de verificação autônomos, especialmente em estruturas potencialmente conflituosas.” (Manifestação de Voto do Diretor Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/13791, em 21 de maio de 2019, p. 10. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190521_PAS_CVM_RJ2015_13791_vo_to_diretor_carlos_rebello.pdf. Acessado em 11 de julho de 2019).

²¹⁷ Definição prevista no art. 2º, inciso I da Instrução CVM 356.

²¹⁸ Instrução CVM 356 – Art. 40 - §8º As aplicações do fundo em *warrants* e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos devem, sem prejuízo do atendimento das disposições da Resolução CMN no 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e do disposto no § 4º deste artigo, contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, nesse último caso, regulamentação específica da Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, para fins de obtenção do registro automático previsto no §1º do art. 8º desta Instrução.

²¹⁹ Conforme art. 2º do Anexo I ao Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

Dentre os deveres do custodiante, a Instrução CVM 356 exige, no caput de seu artigo 38 um rol de responsabilidades, as quais serão analisadas detalhadamente, a seguir:

I – a validação dos direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do FIDC;

Trata-se de tema de bastante discussão no mercado, especialmente, durante a audiência pública que reformulou a Instrução CVM 356, em 2013. Os *critérios de elegibilidade* referem-se aos atributos dos direitos creditórios a serem cedidos ao fundo, cuja análise fica a cargo do custodiante, o qual deverá identificar se tais direitos creditórios estão enquadrados à política de investimento do fundo, prevista em seu regulamento, quando da aquisição dos direitos creditórios pelo FIDC. Esta análise será obrigatória, desde que tais informações estejam sob o controle do custodiante ou de terceiros por ele contratado e que possam ser obtidas com esforços razoáveis²²⁰.

“Evidentemente que a interpretação e aplicação da norma pela CVM há de se pautar pelo princípio da razoabilidade, o qual norteará o enquadramento das cláusulas como critério de elegibilidade ou como condição de cessão. A alocação correta deve considerar aquilo que se pode esperar de um custodiante diligente, mas sem que se extrapole tal comando a ponto de sugerir que, em última instância, tudo estaria ao alcance do custodiante²²¹.”

À época, participantes do mercado questionaram a CVM sobre tal responsabilidade, sugerindo que tal validação dos direitos creditórios pudesse ser realizada pelo administrador fiduciário, ente com maior conhecimento das operações e dos ativos a serem adquiridos pelo fundo. A CVM respondeu, no relatório do edital de

²²⁰ Instrução CVM 356 - Art. 24 § 3º Os atributos dos direitos creditórios que devem ser enquadrados como critérios de elegibilidade são aqueles validados a partir de informações: I – que estejam sob o controle do custodiante; II – que estejam sob o controle dos prestadores de serviço contratados pelo custodiante conforme o disposto no § 6º do art. 38; ou III – que possam ser obtidas por meio de esforços razoáveis.

²²¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Minuta de Instrução que dispõe sobre as atribuições dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em direitos creditórios, alterando dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2012 – Processo CVM RJ nº 2009/7807. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html. Acessado em 09 de julho de 2019, p. 9.

audiência pública que reformulou a Instrução CVM 356, que, considerando que caberia ao administrador a análise e seleção dos direitos creditórios para a carteira do fundo, a fim de se evitar conflitos e com a intenção de estabelecer mecanismos independentes de *gatekeeping*, não seria adequado manter tais validações com o próprio administrador, passando tal função ao custodiante²²².

Vale ressaltar que, em nosso entendimento, e considerando que atualmente diversas estruturas de FIDCs possuem administradores fiduciários e gestores de recursos, tal responsabilidade pode ser estabelecida aos administradores. Isso porque, em alguns casos, a seleção e aquisição dos direitos creditórios fica a cargo dos gestores, empresas responsáveis pela análise de crédito, busca por direitos creditórios em mercado e estruturação das operações de cessão de crédito ao fundo. Neste sentido, mantendo-se um mecanismo de *gatekeeping*, a responsabilidade pela validação dos critérios de elegibilidade poderia ser estabelecida ao administrador fiduciário, em regulamento, instituição responsável pelo enquadramento de ativos nos demais tipos de fundos de investimento e, portanto, igualmente apta a realizar este tipo de análise nos FIDCs.

Na medida em que o administrador pode ser o responsável pela análise das condições de cessão dos direitos creditórios ao fundo, entendemos plenamente possível que tal instituição fique responsável, também, pela validação dos critérios de elegibilidade, evitando-se novas reanálises dos contratos e ativos adquiridos e, assim, reduzindo custos ao fundo e seus cotistas.

II – o recebimento e verificação da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços; III –

²²² “No que tange à sugestão apresentada no sentido de permitir que o administrador do fundo, ao invés do custodiante, possa ser a instituição primariamente responsável pela validação dos direitos creditórios quanto a seus critérios de elegibilidade, a CVM destaca que cabe ao administrador, ressalvado o disposto no inciso II do art. 39, a análise e seleção dos direitos creditórios para a carteira do fundo. Dentro da estrutura proposta pela Minuta no sentido de estabelecer mecanismos independentes de **gatekeeping**, não seria adequado que o próprio administrador fizesse diretamente tal validação.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Minuta de Instrução que dispõe sobre as atribuições dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em direitos creditórios, alterando dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2012 – Processo CVM RJ nº 2009/7807. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html. Acessado em 09 de julho de 2019, p. 9).

durante o funcionamento do fundo, em periodicidade trimestral, verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;

Além da guarda dos próprios ativos e direitos creditórios pertencentes à carteira do FIDC, cabe ao custodiante recepcionar, manter e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios.

Trata-se, em nosso entendimento, da responsabilidade de maior impacto ao fundo, pois a partir da análise desta documentação que ficarão resguardadas as operações realizadas pelo fundo, mitigando-se o risco de fraudes e dupla cessão e, conseqüentemente, de perdas ao fundo e aos cotistas.

Adicionalmente, em periodicidade trimestral, o custodiante deverá realizar uma análise de toda a documentação recepcionada, a fim de assegurar que o fundo possui todos os meios para exigir de seus devedores os créditos que lhe foram cedidos.

“[...] a CVM entende que a nova abordagem da verificação da documentação do lastro, tanto no momento do ingresso do direito creditório quanto no decorrer do funcionamento do fundo, permitirá, por um lado, inibir o ingresso ou viabilizar a imediata substituição de direitos creditórios sem a respectiva documentação comprobatória e, por outro, garantir que, em fundos com carteira de direitos creditórios com prazo médio reduzido, haja maior controle sobre a efetiva propriedade dos ativos detidos pelo fundo²²³.”

A ANBIMA prevê, ainda, que o custodiante mantenha, por escrito, os procedimentos adotados no caso de identificação de falta de documentos ou documentos com inconsistências, durante a verificação do lastro, bem como a diligência realizada para a regularização desta documentação. Caso a regularização não seja realizada dentro do prazo previsto pelo custodiante em suas políticas, este deverá informar o fato ao

²²³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Minuta de Instrução que dispõe sobre as atribuições dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em direitos creditórios, alterando dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2012 – Processo CVM RJ nº 2009/7807. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html. Acessado em 09 de julho de 2019, pp. 16-17.

administrador do fundo, assegurando sua ciência para que tome as medidas necessárias aos interesses do fundo²²⁴.

Destaca-se que, apesar das diligências previstas na norma quanto à verificação de lastro, a CVM permitiu que a análise desta documentação ocorresse por amostragem²²⁵, nos casos de fundos que possuam significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores.

Adicionalmente, nos casos em que se apurar um reduzido valor médio dos direitos creditórios cedidos ao fundo, o regulamento do fundo poderá eximir totalmente o custodiante da responsabilidade pela verificação dos documentos que comprovem o lastro, ainda que por amostragem²²⁶.

Ou seja, os FIDCs que venham a adquirir grandes volumes de direitos creditórios, com valor médio reduzido, poderão ser dispensados da análise dos documentos que comprovem o lastro de suas operações, o que pode levar a uma série de fraudes e perdas para o fundo e, conseqüentemente, seus cotistas.

Concordamos que a análise de tal documentação é onerosa aos custodiantes e enseja grandes custos ao fundo, entretanto, considerando o número de casos de fraudes e grandes perdas patrimoniais aos FIDCs, nos últimos anos, entendemos que tal análise é um ponto crucial para o desenvolvimento deste tipo de fundo e para o próprio mercado de capitais e o mercado de crédito brasileiros.

Durante a análise dos casos de processos administrativos e judiciais envolvendo as atividades de custódia, percebe-se que sua extensa maioria trata de falhas e erros operacionais de custodiantes de FIDCs, durante a validação dos critérios de elegibilidade, a verificação da documentação de lastro, e, ainda, a guarda física dos

²²⁴ Nos termos do art. 3º do Anexo I – Custódia de FIDCs do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

²²⁵ Instrução CVM 356 - Art. 38 - § 1º Em fundos em que haja significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores, o custodiante poderá realizar a verificação do lastro dos direitos creditórios referida nos incisos II e III por amostragem, desde que tal faculdade esteja prevista no regulamento do fundo, observado o disposto no § 13.

²²⁶ Nos termos do § 3º do artigo 38 da Instrução CVM 356.

documentos que constituem o crédito²²⁷, causando danos graves ao fundo e seus cotistas.

Percebe-se que esta é uma questão essencial que tanto a CVM quanto a indústria de fundos devem discutir e alinhar, em momento oportuno quando da publicação de um novo edital de audiência pública que venha a tratar da nova instrução sobre FIDCs²²⁸, buscando, assim, proteger os investidores e as operações de crédito cedidas aos fundos.

IV – a liquidação física e financeira dos direitos creditórios, evidenciados pelo instrumento de cessão de direitos e documentos comprobatórios da operação;

Responsabilidade geral dos custodiantes, já tratada em capítulo anterior. Ao custodiante cabe a função de realizar a liquidação física e financeira dos ativos pertencentes às carteiras dos fundos e, neste caso, dos direitos creditórios cedidos ao FIDC. Desta forma, deverá o custodiante realizar o recebimento, a validação e a conciliação das informações e dos pagamentos realizados pelo devedor ao fundo, contabilizando parcelas pagas e a vencer e liquidando os contratos e operações detidos pelo FIDC.

V – a custódia e a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo; VI – a diligência para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem a documentação dos direitos creditórios, com metodologia pré-estabelecida e de livre acesso para auditoria independente, agência de classificação de risco de crédito contratada pelo fundo e órgãos reguladores;

No caso dos FIDCs, a responsabilidade pela custódia e guarda da documentação que constitui as operações e ativos integrantes da carteira do fundo é mais evidente do que nos demais fundos do mercado brasileiro. Isso porque, a grande

²²⁷ Este tema será tratado com maior detalhamento em capítulo próprio adiante.

²²⁸ A CVM já manifestou ao mercado a intenção de publicação de um novo edital de audiência pública sobre a constituição e funcionamento dos FIDCs durante o ano de 2020.

maioria dos FIDCs não realiza o registro, em cartório ou entidades registradoras, de seus direitos creditórios, com o objetivo de reduzir custos e, portanto, garantir uma maior rentabilidade ao fundo e seus cotistas.

Os custos com registro em cartório dos documentos relativos à cessão ou mesmo as taxas exigidas pelo registro dos direitos creditórios em centrais registradoras pode se tornar oneroso demais ao fundo, prejudicando a negociação das operações e, assim, toda a estruturação do FIDC.

Atualmente, tal situação começa a mudar, a partir do surgimento de novas registradoras em mercado, bem como a partir dos avanços legais quanto ao registro de ônus e gravames vinculados a ativos financeiros e valores mobiliários – tema a ser tratado adiante por este trabalho. Entretanto, ainda é comum visualizarmos fundos no mercado que não levam seus contratos e direitos creditórios a registro e, logo, depositam toda a responsabilidade pela exigibilidade do crédito na guarda correta e diligente do custodiante.

A ANBIMA determina, complementarmente, que cabe ao custodiante manter estrutura adequada para o cumprimento da guarda física e eletrônica da documentação relativa ao lastro dos direitos creditórios. São requisitos mínimos desta estrutura:

“I. Guarda física:

a. Manutenção dos documentos representativos dos direitos creditórios, em ambiente adequado, sujeito a controles de acesso e mecanismos apropriados de segurança; e

b. Controles internos, que abranjam, no mínimo: (i) organização do inventário físico; (ii) registro e baixa de documentos; e (iii) conferência periódica, no mínimo anualmente, do inventário e da correção e consistência dos registros.

II. Guarda eletrônica:

a. Possuir acesso eletrônico ou certificado digital correspondente a cada documento armazenado eletronicamente; e

b. Realização de backup dos documentos em periodicidade no mínimo mensal²²⁹.”

²²⁹ Conforme parágrafo único do art. 2º do Anexo I – Custódia de FIDCs do Código ANBIMA de Serviços Qualificados.

Percebem-se preocupações semelhantes às atividades gerais do custodiante, já estabelecidas pela ANBIMA ao longo do Código de Serviços Qualificados e analisadas anteriormente por este trabalho. A autorregulação busca assegurar que o custodiante é capaz de manter a documentação segregada por cada cliente, em ambiente seguro e controlado, identificando os acessos à documentação, bem como as entradas e saídas de documentos sob sua guarda.

VII – cobrança e recebimento, em nome do fundo, de pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em: (a) conta de titularidade do fundo; ou (b) conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (escrow account).

Responsabilidade em linha com o inciso IV, analisado acima. Cabe ao custodiante o recebimento, em nome do fundo, dos pagamentos dos direitos creditórios, podendo para tanto, depositar os valores diretamente na conta do fundo ou em uma conta especial (*escrow account*), até o cumprimento de certos requisitos acordados entre o fundo, cedente e devedores, conforme o caso, nos termos da estruturação das operações de cessão de crédito.

Vale ressaltar que a norma estipulou, também, a responsabilidade do custodiante pela cobrança dos pagamentos em nome do fundo. Na prática, em muitos casos, o custodiante pode agir diretamente na cobrança ou, ainda, o fundo poderá contratar um agente de cobrança, responsável pelo contato e cobrança de devedores em nome do fundo, inclusive judicialmente, de acordo com o volume de operações cedidas ao FIDC.

A Instrução CVM 356 permitiu, ainda, que os custodiantes subcontratassem terceiros para a prestação das atividades de verificação de lastro e guarda física, nos termos dos incisos II e III e V e VI, respectivamente, do artigo 38. A norma destacou que os prestadores de serviço, eventualmente, contratados não poderão ser o originador

do direito creditório, o cedente, o consultor especializado ou o gestor do fundo, com o objetivo de mitigar eventuais conflitos de interesses.

Adicionalmente, o custodiante que vier a contratar terceiros para suas atividades deverá possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, que permitam (i) o efetivo controle do custodiante sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo, sob guarda do prestador de serviço contratado; e (ii) diligenciar o cumprimento das atividades contratadas pelo prestador de serviço.

Percebe-se, assim, que o custodiante do FIDC possui numerosas responsabilidades advindas do grau de complexidade que envolve as operações de cessão de crédito a estes fundos, e que, apesar das atualizações recentes na regulamentação, ainda há um bom caminho a ser percorrido pelos órgãos reguladores e autorreguladores do mercado, quanto à atualização de regras e responsabilidades dos prestadores de serviços.

É preciso discutir e elaborar uma norma mais robusta e atual, tratando dos casos de títulos e contratos eletrônicos, bem como garantindo uma maior segurança às operações, inclusive a partir do registro dos ativos em entidades registradoras para que tais fundos voltem a surgir no mercado, fomentando o acesso ao crédito e estimulando a economia nacional.

2.6.1.3. Constituição de Ônus e Gravames Sobre Ativos Financeiros e Valores Mobiliários

Uma das recentes inovações legais que permitiu sanar dúvidas e receios do mercado, dos credores e devedores foi a ampliação da possibilidade de registro de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários, trazida pela Lei nº 13.476, de 28 de agosto de 2017 (“Lei 13.476/17”), que alterou a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013 (“Lei 12.810/13”).

Tais mudanças permitiram, dentre outros aspectos, que as entidades registradoras também possam realizar o registro de ônus e gravames sobre ativos, sem a necessidade de se restringirem às operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou ao Sistema de Pagamentos Brasileiros, conforme previsto na redação anterior da Lei 12.810/13²³⁰.

*Lei nº 12.810/13 - Art. 26. A constituição de gravames e ônus, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, sobre ativos financeiros e valores mobiliários **objeto de registro ou de depósito centralizado** será realizada, exclusivamente, nas entidades registradoras ou nos depositários centrais em que os ativos financeiros e valores mobiliários estejam registrados ou depositados, **independentemente da natureza do negócio jurídico** a que digam respeito. (grifos nossos)*

Vale ressaltar que antes da publicação destas novas regras, já era possível o registro de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários, nos termos da Lei 4.728/65 e da Lei 6.404/76, a partir do registro do contrato de alienação fiduciária de bem móvel em cartório de títulos e documentos ou, ainda, do registro do ônus ou gravame sobre ações no respectivo livro de ações da companhia. Entretanto, tais situações mostraram-se custosas e pouco eficientes ou mesmo seguras, demonstrando não ser possível a devida publicidade a terceiros.

Com a publicação da Lei nº 12.543, de 08 de dezembro de 2011, foi incluída na Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, a possibilidade de constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários, exclusivamente, no âmbito do mercado de capitais e do Sistema Brasileiro de Pagamentos.

Destaca-se, ainda, que durante a discussão da Instrução CVM 541, acerca do depósito centralizado de valores mobiliários, a CVM só entendia possível a constituição de ônus e gravames sobre ativos em depósito centralizado, sendo vedada tal constituição em ativos registrados nas entidades registradoras:

“Quanto aos ativos que não sejam objeto de depósito centralizado, a CVM entende que o presente regime não deve para eles vigorar. Isso porque uma coisa é a constituição de ônus ou gravame sobre um ativo imobilizado em depositário central, que tem a transferência de propriedade sujeita aos controles da entidade que presta serviço de

²³⁰ Redação anterior prevista no artigo 63-A da Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, que foi revogado pela Lei nº 13.476, de 28 de agosto de 2017.

depósito centralizado. Coisa distinta seria permitir que se constituíssem gravames ou ônus sobre ativos detidos de forma descentralizada, cuja própria existência e a transferência a terceiros não se sujeita ao mesmo tipo de controle²³¹.”

Felizmente, tal entendimento foi ultrapassado com as alterações legais da Lei 13.476/17, expandindo-se a possibilidade de constituição de ônus e gravames e garantido maior segurança às operações e aos credores, independentemente da natureza jurídica de tais negócios.

Destaca-se que a constituição de ônus e gravames poderá ser realizada de forma individualizada ou universal, por meio de mecanismos de identificação e agrupamento definidos pelas próprias entidades registradoras ou pelos depositários centrais de ativos financeiros e valores mobiliários²³². Ainda, nos casos em que a lei venha a exigir instrumento ou disposição contratual específica para a constituição de ônus e gravames, deverá o instrumento ser registrado na entidade registradora ou no depositário central, conforme o caso²³³.

A lei prevê que compete ao BCB e à CVM, no âmbito de suas competências, estabelecer as condições para a constituição de ônus e gravames pelas entidades registradoras ou pelos depositários centrais, inclusive no que concerne ao acesso à informação²³⁴.

Cabe ao CMN, assim, (i) disciplinar quanto à exigência de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, inclusive no que se refere à constituição dos gravames e ônus; e (ii) dispor sobre os ativos financeiros que serão considerados para fins do registro e do depósito

²³¹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM n° 06/2013 – Processo CVM RJ n° 2003/11499, p. 36. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de agosto de 2016.

²³² Nos termos do § 2º do artigo 26 da Lei 12.810/13.

²³³ Nos termos do § 3º do artigo 26 da Lei 12.810/13.

²³⁴ Nos termos do § 4º do artigo 26 da Lei 12.810/13.

centralizado, inclusive no que se refere à constituição de ônus e gravames, em função de sua inserção em operações no âmbito do sistema financeiro nacional²³⁵.

O CMN expediu, assim, a Resolução CMN 4.593, já tratada brevemente por este trabalho, a qual dispõe sobre o registro e depósito centralizado, bem como acerca da atividade de custódia de ativos financeiros. Adiante, o BCB publicou a Circular BCB 3.743, aprovando o regulamento que disciplinaria as atividades de registro e depósito centralizado, além da constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros.

Primeiramente, a referida circular estabelece que as centrais depositárias e as entidades registradoras possuam um regulamento próprio do sistema de depósito ou de registro, conforme o caso, por escrito, contendo o detalhamento de suas atividades e responsabilidades.

Neste regulamento deverão estar previstos os procedimentos a respeito da constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros²³⁶. Tais procedimentos devem conter, no mínimo, (i) a forma de constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames, inclusive sobre conjuntos ou universalidade de ativos; (ii) as responsabilidades, os direitos e as obrigações dos envolvidos nos atos de constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames, inclusive quanto ao estabelecimento de prazos; (iii) os procedimentos relacionados ao tratamento dado aos eventos dos ativos financeiros objeto de ônus e gravames; (iv) as formas de transferência da titularidade efetiva dos ativos financeiros objeto de ônus e gravames, respeitadas as restrições legais; (v) os procedimentos para notificar o participante que detém o controle da titularidade do ativo financeiro sobre a constituição, alteração ou desconstituição de ônus e gravames, nas situações em que o referido participante não tenha sido responsável por instruir ou confirmar o registro do ônus ou gravame perante a entidade registradora; (vi) os procedimentos relacionados ao tratamento aplicável às situações de vencimento antecipado das obrigações objeto de ônus e gravames; e (vii) o regime e a forma de disponibilização de informações armazenadas sobre ônus e gravames, inclusive no que tange à prestação de informações e à emissão de certidões.

²³⁵ Conforme previsão do artigo 26-A da Lei 12.810/13.

²³⁶ Nos termos do art. 3º, inciso I, alínea ‘f’ e inciso II, alínea ‘F’ da Circular BCB 3.743.

A constituição, alteração e desconstituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros registrados somente pode ser realizada pela entidade registradora na qual os ativos financeiros estejam sob registro. Tal entidade deverá adotar procedimentos internos que (a) assegurem a unicidade e continuidade das informações de ônus e gravames constituídos sobre ativos financeiros; (b) gerem informações necessárias para o exercício do direito de seqüela pelos beneficiários dos ônus e gravames, inclusive outras entidades operadoras de infraestruturas do mercado financeiro; e (c) controlem o acesso às informações de ônus e gravames constituídos no âmbito da entidade, permitindo a emissão de certidão em favor dos eventuais interessados²³⁷.

Ressalta-se que a constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros registrados poderá ser realizada por um participante que detenha o controle da titularidade do ativo financeiro, ou seja, poderá ser solicitada pelo próprio titular do ativo financeiro ou por um terceiro intermediário, neste caso, o custodiante, por exemplo. A entidade registradora deverá estabelecer procedimentos para que o participante que levou o ativo financeiro a registro evidencie deter o controle da sua titularidade.

A ampliação legal da possibilidade de registro de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários traz maior segurança, praticidade, agilidade e redução de custos aos credores e devedores, na medida em que possibilita que uma entidade registradora ou central depositária grave o ativo em questão, impedindo sua negociação em mercado e dando publicidade a terceiros, de forma mais eficiente do que o registro da operação em cartório de títulos e documentos ou nos livros das companhias, conforme o caso.

O registro ou depósito leva a público aquele ativo e a constituição de eventual ônus ou gravame dará publicidade aos direitos do titular da garantia, assegurando que o titular do bem não poderá se desfazer deste ativo, sem antes constituir nova garantia ou realizar o devido pagamento ao credor.

²³⁷ Conforme art. 15-A da Circular BCB 3.743.

2.6.2. Custódia Para Emissores

A custódia para emissores relaciona-se com a formação e a criação de um novo valor mobiliário não escritural em mercado, a partir do seu depósito centralizado, devendo o custodiante (i) realizar a guarda física do valor mobiliário; e (ii) observar e cumprir os procedimentos e requisitos das centrais depositárias, dentre eles, o Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários²³⁸ e o Manual do Emissor²³⁹, expedidos pela B3.

O serviço de custódia, neste caso, está relacionado à imobilização do ativo, ao contrário da desmaterialização que ocorre com ativos escriturais e já discutida anteriormente por este trabalho. O custodiante será responsável, dentre outras atribuições, pela guarda física do valor mobiliário e pela intermediação do emissor com a central depositária, promovendo o depósito do valor mobiliário, em nome de seu emissor.

A guarda física compreenderá, também, as seguintes atividades previstas no artigo 26 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados: (i) a manutenção das cópias e quaisquer outros documentos representativos dos ativos cartulares em ambiente adequado, sujeito a controles de acesso e mecanismos apropriados de segurança; (ii) ao estabelecimento de controles internos que abranjam, no mínimo, a verificação da integridade e requisitos formais das cópias e endossos por ocasião do recebimento das cópias, a organização do inventário físico, o registro e baixa das cópias e a conferência periódica do inventário e da correção e consistência dos registros.

Acerca da necessidade de manutenção de inventário, a CVM reforça, em seu normativo, que tal controle dos valores mobiliários mantidos sob a guarda física do custodiante deve prever (i) a natureza, espécie e classe do valor mobiliário; (ii) o registro das movimentações de depósito e retirada; e (iii) o registro dos repasses de

²³⁸ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários*. Versão de 02 de maio de 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acessado em 22 de junho de 2019.

²³⁹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Manual do emissor*. Versão de 02 de maio de 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acessado em 22 de junho de 2019.

informações e dos pagamentos e recebimentos dos recursos financeiros relacionados aos eventos incidentes sobre os valores mobiliários²⁴⁰.

Os serviços de guarda física, portanto, abrangem uma série de atividades que vão muito além da simples manutenção dos ativos em segurança, tratando da administração destes ativos físicos sob custódia, de seus controles, de sua verificação periódica e de suas cessões a terceiros.

Adicionalmente, nos termos do § 2º do artigo 12 da Instrução CVM 542, o custodiante será responsável, além das obrigações relativas à guarda física e os demais deveres previstos no *caput* do referido artigo e já tratadas anteriormente por este trabalho, por uma série de atividades vinculadas ao depósito do ativo financeiro ou do valor mobiliário perante o depositário central.

“I – verificar o cumprimento dos requisitos formais e de criação dos valores mobiliários;

II – verificar a observância dos mecanismos próprios de transferência de cada valor mobiliário, conforme sua natureza e nos termos do regulamento do depositário central, para a constituição do depósito centralizado;

III – realizar os atos de sua competência para as movimentações de depósito e retirada dos valores mobiliários no serviço de depósito centralizado, nos termos dos regulamentos dos depositários centrais;

[...]

V – abster-se de praticar ou dar efetividade a qualquer ato de disposição envolvendo os valores mobiliários objeto de depósito centralizado fora do ambiente do depositário central, exceto se por instrução do próprio depositário central;

VI – repassar ao depositário central as informações e os recursos relacionados aos eventos incidentes sobre os valores mobiliários submetidos ao serviço de depósito centralizado que sejam de sua competência;

VII – realizar a identificação do titular do valor mobiliário no momento de sua submissão ao depósito centralizado e, posteriormente, nos casos em que seja necessário, a partir de informações fornecidas pelos depositários centrais;

²⁴⁰ Neste sentido, ainda há a seguinte previsão no Código ANBIMA de Serviços Qualificados: “Art. 26 [...] §2º. O Custodiante deverá manter o registro dos repasses de informações e dos fluxos financeiros relacionados aos eventos incidentes sobre os ativos mantidos sob sua guarda física”.

VIII – adotar os procedimentos de conciliação estabelecidos pelo depositário central; [...]”

Percebe-se que as responsabilidades do custodiante do emissor estão intrinsecamente relacionadas ao cumprimento das regras próprias expedidas pelas depositárias centrais, na medida em que o custodiante atua como intermediário entre a depositária e o emissor do ativo financeiro ou valor mobiliário.

Desta forma, procedimentos, requisitos, prazos, repasses de informações, dentre outros exemplos, serão cumpridos pelo custodiante para formação e criação do valor mobiliário imobilizado, possibilitando sua negociação e transferência em mercado.

2.6.3. Os Serviços de Controladoria de Ativos e de Passivo e Tesouraria

Um dos serviços, majoritariamente, vinculado às atividades de custódia é a controladoria, que poderá ser de ativos, de passivo ou de ambos.

A controladoria é um serviço desenvolvido pelo mercado, cujas responsabilidades estão pormenorizadas no Código ANBIMA de Serviços Qualificados. Tratam-se de atividades e responsabilidades que complementam os serviços prestados pelos custodiantes e/ou pelos administradores fiduciários, conforme o caso, no que se refere ao controle contábil da carteira (ativos) ou do conjunto de investidores que detém participação em um fundo ou clube de investimento (passivo).

A controladoria de ativos engloba um controle contábil dos ativos financeiros e dos valores mobiliários da carteira de determinado veículo de investimento. O controlador é responsável pelo apuração dos ativos – conforme seu manual próprio de precificação e marcação a mercado, podendo se utilizar, ainda, do manual do administrador fiduciário, conforme o caso – pelos cálculos e pagamento de taxas, despesas, encargos e impostos, se aplicável, pela conciliação entre o preço disponibilizado por administradores de mercados organizados e o preço dos ativos pertencentes à carteira, dentre outros exemplos.

Nos termos do art. 27 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados, a controladoria de ativos consiste em:

I. Controlar os ativos financeiros da carteira, despesas e encargos sobre eles incidentes, observado disposto nos incisos II, III e VII deste artigo;

II. Receber do Administrador Fiduciário e/ou do cliente informações relativas às provisões de despesas, através de meios seguros definidos entre as partes;

III. Registrar as movimentações e operações realizadas, provisões e despesas, devendo eventuais divergências ser comunicadas às partes responsáveis pela Administração Fiduciária ou Gestão de Recursos do Clube, Fundo ou Carteira Administrada, ou ao seu titular, conforme aplicável;

IV. Receber do Custodiante o saldo de caixa da posição de Custódia e das informações sobre movimentação para processamento das informações recebidas sobre os ativos financeiros integrantes da carteira;

V. Receber do Custodiante, conforme informações por este recebidas das respectivas centrais depositárias, das informações acerca dos eventos incidentes sobre os ativos financeiros, inclusive cotas de Fundos que sejam objeto de depósito centralizado, e processamento das informações recebidas;

VI. Receber do Administrador Fiduciário ou Controladoria do passivo por ele contratado, as informações acerca das quantidades e valores de cotas emitidas e resgatadas, e do total de cotas bem como dos eventos de cisão, incorporação e amortização de Fundos, cujas cotas não sejam objeto de depósito centralizado;

VII. Registrar, controlar e provisionar as despesas dos clientes, tais como taxa de auditoria, taxa de fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, taxa de administração, observado o disposto nos incisos II e III deste artigo, conforme aplicável,

VIII. Atribuir preços aos ativos financeiros, segundo metodologia definida e auditável (“Apreçamento”);

IX. Registrar provisão aos direitos creditórios, segundo metodologia definida e auditável;

X. Apurar o patrimônio líquido;

XI. Apurar o valor da cota;

XII. Informar valor da cota à Controladoria de passivo, em caso de Fundos e Clubes de Investimento;

XIII. Gerar informações para a contabilidade;

XIV. Emitir relatórios constando posições atualizadas de ativos, direitos e obrigações registradas na carteira dos clientes; e

XV. Registrar provisão para devedores duvidosos conforme orientação do Administrador Fiduciário.

Pode-se perceber que a controladoria de ativos é um serviço que se pauta, em grande medida, nas informações e dados recebidos pelo custodiante, ou pelo administrador fiduciário, conforme o caso, de forma que a inclusão contratual deste serviço no escopo de responsabilidades do custodiante é plenamente possível, e em certa medida, mais eficaz e ágil, diminuindo custos sistêmicos e operacionais para a instituição custodiante e o administrador fiduciário, conseqüentemente, para o investidor.

Paralelamente, a *controladoria de passivo* é o controle da lista de investidores titulares de cotas de fundos ou clubes de investimento. O controlador de passivo, neste caso, é responsável pela manutenção, registro de entrada e saída de investidores e cálculo de taxas, despesas e impostos que recaiam, individualmente, a cada investidor.

Detalhadamente, a controladoria de passivo compreende, nos termos do artigo 29 do Código ANBIMA de Serviços Qualificados:

- I. Receber o valor da cota da Controladoria de ativos;*
- II. Controlar, registrar e liquidar os valores financeiros de aplicações e resgates;*
- III. Atualizar as posições em nome de cada cotista pelo valor da cota;*
- IV. Calcular a performance, taxas de entrada e saída conforme aplicável;*
- V. Calcular, apurar e reter os tributos pertinentes a cada cotista, no caso de cotas de Fundos abertos;*
- VI. Calcular, apurar e reter os tributos pertinentes a cada cotista, no caso de cotas de Fundos fechados e para as posições sem negociação em mercado secundário, desde que de posse das devidas informações;*
- VII. Fornecer ao Administrador Fiduciário as informações necessárias do passivo de cotistas para composição de avisos, informes e extratos;*
- VIII. Conciliar os créditos provenientes das movimentações financeiras dos cotistas com a conta corrente dos respectivos Fundos e/ou Clubes de Investimento;*
- IX. Prestar informações e atendimento de ordens de autoridades judiciais, órgãos reguladores e prestadores de serviços autorizados*

pelo Administrador Fiduciário do Fundo relacionados aos serviços por ele prestados;

X. Informar à Controladoria de ativos e contabilidade as cotas emitidas, resgatadas e o total de cotas em estoque; e

XI. Gerar informações para a contabilidade.

A controladoria de passivo, logo, também pode ser descrita como um serviço contábil, vinculado, neste caso, às aplicações individuais de cada cotista do fundo ou do clube de investimento. Igualmente, assim como na controladoria de ativos, estes são serviços que, se incluídos dentre as responsabilidades do custodiante, poderão garantir mais agilidade, eficiência e redução de custos aos participantes do mercado.

Vale ressaltar, apenas, que a controladoria, tanto de ativos quanto de passivo, pode ser um serviço agregado às funções do administrador fiduciário, conforme a organização interna e estrutural da instituição administradora, o que também poderá permitir redução de custos e aumento de eficiência operacional e sistêmica.

Por fim, os serviços de tesouraria são serviços bancários, prestados por instituições financeiras devidamente autorizadas a funcionar pelo BCB e a manter contas correntes em seus sistemas. Relacionam-se com a manutenção da conta corrente do fundo em uma instituição financeira, por meio da qual são realizadas as aplicações e resgates de cotas, bem como a liquidação de investimentos e, conforme o caso, o pagamento de tributos, taxas e demais encargos do fundo²⁴¹.

2.7. O Contrato de Custódia

O contrato de custódia é o instrumento legal para a fixação dos termos e condições dos serviços a serem prestados pelo custodiante, ao investidor ou emissor, conforme o caso. Sendo exigida a sua assinatura pelas partes, previamente ao início das atividades, o contrato deverá observar as particularidades de cada instituição prestadora

²⁴¹ Neste sentido: PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: Estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 101.

de serviços, assim como respeitar os requisitos mínimos previstos na Instrução CVM 542 e no Código ANBIMA de Serviços de Qualificados.

A CVM determina, ainda, que o contrato de custódia preveja, ao menos: (i) se voltado para investidores, o procedimento de transmissão de ordens entre o investidor e o custodiante, para efeitos das autorizações e manifestações de que trata a referida instrução; (ii) o procedimento de guarda física de valores mobiliários, quando aplicável; (iii) a possibilidade de contratação de terceiros; e (iv) a descrição dos riscos inerentes aos serviços de custódia.

O contrato, portanto, deve detalhar os procedimentos operacionais de envio de ordens e instruções pelo cliente e seu respectivo acolhimento pelo custodiante, o qual, inclusive, poderá negar a execução de uma ordem, caso esta se encontre em plena divergência com a legislação ou regulamentação em vigor.

Vale ressaltar que, em nosso entendimento, o contrário não é verdadeiro, não sendo possível, portanto, imputar responsabilidade ao custodiante pelo cumprimento de ordens em desacordo com a política de investimento do investidor (seja ele, um fundo ou clube de investimento, fundação, fundo de pensão, dentre outros exemplos, os quais possuem regras claras e objetivas de investimento, bem como diversas vedações particulares a cada caso). O controle de enquadramento dos investimentos com relação à política de investimento dos fundos, clubes etc. são de responsabilidade do gestor de recursos, do investidor e do administrador fiduciário, conforme o caso.

Outro ponto contratual importante é a previsão a respeito da possibilidade de contratação de terceiros pelo custodiante. Conforme o artigo 18 da Instrução CVM 542, o custodiante poderá contratar terceiros para desempenhar as atividades de custódia, reguladas pela referida instrução ou, ainda, para desempenhar tarefas instrumentais ou acessórias a tais atividades, como a guarda física de valores mobiliários.

Nos termos da norma em vigor, apenas os custodiantes autorizados pela CVM podem ser objeto de contratação para as atividades de custódia reguladas pela Instrução CVM 542. Tal permissão, conforme destacado pela CVM no Relatório de Audiência Pública SDM n° 06, de 26 de agosto de 2013, acerca das atualizações nos normativos relativos às atividades dos depositários centrais, escrituradores e custodiantes, está em linha com as práticas internacionais, principalmente no que se refere à atuação dos

investidores que negociam globalmente, possibilitando que os investidores brasileiros alcancem um número muito maior de ativos financeiros e valores mobiliários para negociação²⁴².

Ainda, há a possibilidade de contratação de terceiros para os serviços de guarda física, quando o custodiante não possuir estrutura interna para armazenamento, controle e guarda de ativos cartulares. Em uma situação, por exemplo, em que o investidor adquira um ativo físico, ou mesmo que receba um ativo físico, em contrapartida a um ativo escritural que já possuía em carteira, o custodiante deverá estar preparado para esta situação ou, caso não esteja, poderá contratar um terceiro para a guarda deste ativo em particular, sem prejudicar a continuidade dos serviços ou a segurança dos investimentos de seu cliente.

A contratação desses terceiros, contudo, não altera as responsabilidades do custodiante contratado pelo investidor, o qual permanecerá responsável pelo cumprimento das obrigações assumidas perante terceiros, das disposições previstas na regulamentação expedida pela CVM, bem como das regras estabelecidas pelo depositário central, quando houver.

Os contratos celebrados com estes terceiros, inclusive, deverão conter cláusula estipulando a *responsabilidade solidária* entre o custodiante contratante e os terceiros contratados, por eventuais prejuízos causados aos investidores em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento, nos casos de fundos de investimento, e aos atos normativos expedidos pela CVM.

Por fim, para que possa exercer esta subcontratação de serviços de custódia, o custodiante contratante deverá adotar regras, procedimentos e controles internos adequados para garantir a segurança e mitigar conflitos de interesses em caso de contratação de terceiros e, conforme o caso, para permitir o seu efetivo controle sobre a movimentação dos valores mobiliários objeto de guarda física.

²⁴² “A CVM entende que é importante reconhecer a possibilidade de contratação de outros custodiantes, não apenas em consonância com a prática internacionalmente adotada (e que é essencial para a atuação dos investidores que atuam globalmente), mas também ante a perspectiva de ter um número muito maior de ativos e valores mobiliários sujeitos a custódia, em estruturas mais complexas.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. Relatório de Análise: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013 – Processo CVM RJ nº 2003/11499, p. 55. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de junho de 2019).

Por fim, outro ponto obrigatório ao contrato de custódia é a previsão dos riscos inerentes à prestação destes serviços. Em grande medida, os principais riscos elencados pelos custodiantes referem-se a riscos sistêmicos ou operacionais, internos ou que venham a ocorrer nos sistemas dos depositários centrais, entidades registradoras ou administradores de mercados organizados, e que venham a prejudicar o bom andamento das atividades do custodiante, assim como, o cumprimento de ordens emitidas pelos investidores ou a liquidação de operações em mercado.

Os contratantes, logo, devem ter ciência de que os sistemas e processos em mercado estão sujeitos a riscos, assim como qualquer outra atividade, e que os serviços do custodiante poderão sofrer falhas e interrupções momentâneas, sem prejuízo da obrigatoriedade do correto cumprimento do plano de contingência pelo custodiante contratado.

Destaca-se que o contrato de custódia celebrado com investidores poderá, também, abranger a prestação de serviços de controladoria de ativos²⁴³ e outros serviços que envolvam a consolidação das posições dos investidores, inclusive em outros ativos, e a prestação de serviços correlatos à custódia, conforme o caso.

Paralelamente, o Código ANBIMA de Serviços de Qualificados exige que seus associados ou aderentes ao referido código disponham em seus contratos as seguintes disposições:

Art. 8º - O contrato para a prestação de qualquer das Atividades disciplinadas por este Código deverá conter, no mínimo, as seguintes disposições:

- I. Descrição das Atividades que serão prestadas;*
- II. Descrição de procedimentos operacionais que disponham sobre as obrigações das partes, contendo, no mínimo, os horários e/ou prazos, caso as Atividades assim o exigir, bem como a metodologia de troca ou forma de disponibilização das informações pertinentes a cada Atividade;*
- III. Responsabilidade do prestador de serviços por eventuais perdas e/ou danos resultantes de dolo, fraude e/ou culpa referente às Atividades prestadas por ele próprio e/ou por terceiros por ele contratados;*
- IV. Cláusula de remuneração da Atividade, incluindo o detalhamento da metodologia aplicada;*
- V. Previsão de custos a serem reembolsados pelos clientes e que não constituem taxa de prestação do serviço objeto do contrato;*
- VI. Prazo de vigência do contrato;*

²⁴³ O serviço de controladoria foi analisado anteriormente por este trabalho no capítulo 2.6.3 acima.

- VII. *Termo de confidencialidade das informações; e*
VIII. *Infrações e penalidades.*

A ANBIMA prevê com maiores detalhes, como já destacado em análises anteriores, as práticas a serem observadas e seguidas por seus associados, elencando os requisitos mínimos a serem tratados nos contratos pelas instituições, a fim de se esclarecer e pormenorizar os serviços a serem prestados, evitando-se, assim, falhas de interpretação ao longo da duração do contrato e garantindo uma boa continuidade dos negócios e operações em mercado.

2.7.1. O Término do Contrato de Custódia

As obrigações decorrentes da prestação dos serviços de custódia perduram enquanto o contrato estiver em vigor, nos termos do artigo 10 da Instrução CVM 542.

Mediante notificação do cliente, acerca da intenção de término da relação contratual, o custodiante deverá realizar a transferência dos valores, bem como dos eventuais direitos e ônus a eles atribuídos, ao novo custodiante indicado pelo investidor, observada a natureza de cada ativo, a sua forma de detenção e de transferência e os procedimentos estabelecidos pelo depositário central, se for o caso²⁴⁴.

A transferência dos valores mobiliários, assim, ao novo custodiante indicado pelo investidor, deverá obedecer a procedimentos razoáveis, tendo em vista as necessidades dos investidores e a segurança do processo, e deve ser efetuada em, no máximo, 2 (dois) dias úteis contados do recebimento, pelo custodiante, do requerimento válido formulado pelo investidor²⁴⁵.

²⁴⁴ Nos termos do § 1º do art. 10 da Instrução CVM 542.

²⁴⁵ “Item 78. O Participante deve realizar a transferência dos valores mobiliários, bem como dos eventuais direitos e ônus a eles atribuídos, a outro custodiante indicado pelo Cliente, no prazo máximo de 2 (dois) dias úteis contados do recebimento, pelo Participante, do requerimento válido formulado pelo Cliente, sendo observados, em qualquer hipótese, os procedimentos operacionais aplicáveis.” (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 20. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018).

Apesar de a norma prever, exclusivamente, o término da relação contratual com o investidor, entendemos que o custodiante do emissor também terá as mesmas obrigações quanto à transferência dos ativos em custódia, ao novo custodiante indicado pelo cliente, respeitando os prazos e condições da regulação e autorregulação em vigor.

2.7.2. Análise Pontual da Jurisprudência Sobre os Serviços de Custódia: Estudo de Casos

Para uma compreensão mais completa de um instituto, deve-se observar e analisar o entendimento jurisprudencial sobre o tema e como os normativos que regem tal instituto são interpretados pelos julgadores.

No caso da custódia de valores mobiliários, observamos um volume razoável de julgados do Colegiado da CVM, majoritariamente sobre os serviços de custódia para FIDCs, serviços mais complexos e atrelados a maiores riscos pelos investidores, credores, devedores e pelos mercados de capitais e de crédito brasileiros.

Ainda, é possível observar certa repercussão do assunto no CRSFN, apesar do reduzido número de julgados sobre o tema no Judiciário. Os grandes casos localizados no Judiciário referem-se, justamente, às situações de indícios de fraudes em FIDCs, muitos deles ainda em discussão em primeira ou segunda instâncias.

Neste sentido, foram selecionados alguns casos concretos de maior destaque e discussão na doutrina e no mercado, para análise da interpretação da CVM e do CRSFN sobre o serviço de custódia.

Dois grandes casos (PAS CVM nº RJ2011/10415, envolvendo os FIDCs Panamericano, e PAS CVM nº RJ2013/5456, quanto ao FIDC Union, definidos abaixo), servem de base para o entendimento consolidado da CVM quanto às responsabilidades dos custodiantes de FIDCs, de forma que ambos estão sendo utilizados nos julgamentos de outros casos relevantes envolvendo novos indícios de fraudes e ilegalidades, em especial, nos fundos FIDC Trendbank Banco de Fomento Multisetorial (PAS CVM RJ2017/2029 – em andamento), FIDC Multisetorial Silverado Maximum Clássico

Fundo de Investimento em Direitos Creditório²⁴⁶ e do Oboé Multicred – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (PAS CVM RJ 2015/13791).

Os referidos processos paradigmas serão analisados, a seguir.

2.7.2.1. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2011/10415

Trata-se do processo administrativo sancionador CVM envolvendo os fundos Autopan FIDC CDC Veículos e do Master Panamericano FIDC CDV Veículos (“FIDCs Panamericano”), administrados pelo Panamericano DTVM e custodiados pelo Itaú Unibanco S.A.

O caso teve início a partir de uma inspeção de rotina realizada pela Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE, da CVM, em 17 de dezembro de 2009, que identificou uma série de irregularidades nas atividades do administrador e do custodiante dos fundos.

A área técnica da CVM apontou falhas nos relatórios trimestrais obrigatórios enviados à CVM pelo administrador, os quais não continham (i) as informações sobre os procedimentos de verificação de lastro por amostragem adotados pelo custodiante, (ii) a metodologia para seleção da amostra verificada, (iii) os resultados decorrentes de tal verificação e (iv) a eventual quantidade e relevância dos créditos inexistentes porventura encontrados.

A acusação indicou, ainda, uma série de falhas e violações à norma, cometidas pelo administrador dos fundos, tais como falha nas divulgações de informações aos cotistas, ausência de dados obrigatórios no prospecto do fundo, falta de segregação de atividades entre a administração do fundo e as atividades do Banco Panamericano, dentre outros exemplos. Ressalta-se que o presente trabalho focará nas questões

²⁴⁶ Para este fundo em questão verificou-se a existência de uma série de processos judiciais em andamento, envolvendo os indícios de fraudes e as responsabilidades do gestor, administrador e custodiante perante o fundo e seus cotistas. Ainda não há decisão sobre o caso.

envolvendo falhas e violações cometidas pelo custodiante, as quais serão detalhas a seguir.

A CVM apontou o descumprimento do custodiante quanto aos deveres previstos no artigo 38 da Instrução CVM 356, então vigente, em especial, acerca da recepção e análise da documentação que evidenciava o lastro dos direitos creditórios, da guarda de documentação relativa aos créditos integrantes da carteira dos fundos e da cobrança e o recebimento de pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados.

Dentre as alegações, apurou-se a subcontratação do Banco Panamericano, cedente dos direitos creditórios, para a recepção da documentação que evidenciava o lastro, bem como da URC – Assessoria Comercial S/C Ltda. (“URC”) para a análise de tais documentos. Adicionalmente, delegou-se ao Banco Panamericano a responsabilidade pela guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e pelos serviços de cobrança destes direitos cedidos aos fundos.

A acusação alegou que o Itaú Unibanco delegou serviços privativos da atividade do custodiante para entidades que não possuíam autorização da CVM para a prestação dos serviços de custódia, nos termos da Lei 6.385/76 e da antiga Instrução CVM 89, vigente à época dos fatos.

Em defesa, o Itaú Unibanco afirmou que a subcontratação de terceiros para auxiliar em atividades de custódia já se tratava de uma prática recorrente de mercado, não havendo qualquer violação à norma e sendo irrazoável e sem amparo legal, portanto, exigir a execução direta de tais atividades pelo custodiante. Demonstrou, ainda, que o Banco Panamericano possuía credenciamento perante a CVM para a realização das atividades de custódia, enquanto que a URC realizava, meramente, atividades subsidiárias e “mecânicas”, não havendo descumprimento por parte do custodiante nestas subcontratações.

Em julgamento, o Colegiado da CVM entendeu que a mera delegação de atividades privativas do custodiante a terceiro devidamente credenciado para a prestação dos serviços de custódia, a princípio, não denotaria irregularidades. Na mesma linha, posteriormente, a área de regulação da CVM incluiu expressamente na Instrução CVM 356 a possibilidade de contratação de terceiros, por parte do custodiante, observadas

algumas restrições, vedações²⁴⁷ e responsabilidades, conforme já tratado anteriormente por este trabalho.

Entretanto, para o Colegiado, a subcontratação da URC, empresa que não possuía autorização para os serviços de custódia, para a realização da análise do lastro, sem qualquer supervisão destas atividades pelo Itaú Unibanco, conforme demonstrado nos autos, caracterizou-se como infração ao inciso I do artigo 38 da Instrução CVM 356.

Adicionalmente, agravando um potencial conflito de interesses, o Colegiado destacou que o Itaú Unibanco repassou ao Banco Panamericano, cedente dos créditos, a responsabilidade por selecionar os documentos relativos ao lastro a serem analisados por amostragem pela URC.

Desta forma, restou evidente a falta de diligência do Itaú Unibanco quando da contratação de terceiro não autorizado pela CVM (URC) para as atividades de recepção e verificação do lastro dos direitos creditórios (inciso I do artigo 38 da Instrução CVM 356), sendo absolvido, entretanto, das alegações de violação aos incisos IV e VI do artigo 38 da Instrução CVM 356, cujos serviços foram realizados por terceiro devidamente credenciado para as atividades de custódia (Banco Panamericano). O Colegiado estipulou multa pecuniária no valor de R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) ao Itaú Unibanco.

De fato, este entendimento permaneceu vigente por vários anos, até que, com a discussão acerca da Instrução CVM 531, bem como o surgimento de novos julgados no CRSFN, tal posicionamento a respeito da subcontratação de terceiros foi revisada.

Conforme manifestação de voto recente do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/13791, que apurou falhas no desempenho das atividades de custódia pelo Citibank DTVM S.A. aos fundos Clássico Fundo de Investimento em Direitos Creditório e do Oboé Multicred – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, é preciso uma interpretação razoável do artigo 38 da Instrução CVM 356.

²⁴⁷ A Instrução CVM 531, que alterou substancialmente a Instrução CVM 356, permitiu a contratação de terceiros pelo custodiante, vedando, contudo, a contratação do originador, cedente, consultor especializado ou partes a eles relacionadas para as atividades de custódia.

O referido Diretor cita em seu voto uma evolução de entendimentos da CVM e do CRSFN, na qual a vedação à subcontratação de terceiros não autorizados pela CVM para a prestação de serviços de verificação de lastro e guarda da documentação dos direitos creditórios foi, paulatinamente, revista.

“Considero relevante destacar o entendimento da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais traduzida no Memo/CVM/SIN/GIE/nº 62/2012, aprovado pelo Superintendente Francisco José Bastos Santos. Naquela oportunidade, enfatizou-se ‘que a terceirização, per si, não é o cerne dos problemas que afetam a indústria e sim a forma como as terceirizações foram efetivamente implementadas, materializando hipóteses de conflito de interesses, nas quais o originador e/ou o cedente dos direitos creditórios, ao realizar atividades típicas dos custodiantes de FIDC, fragilizaram a plataforma regulatória’²⁴⁸.”

Apesar de anteriormente não prevista pela Instrução CVM 356, com o advento da Instrução CVM 531 resta claro o entendimento da CVM sobre a possibilidade de contratação de terceiros, para algumas atividades de custódia e desde que respeitadas certas restrições e vedações, sem prejuízo da responsabilidade do custodiante, que deverá supervisionar o terceiro.

2.7.2.2. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/5456

Trata-se do processo administrativo sancionador CVM envolvendo o Union National FIDC Financeiros e Mercantis (“FIDC Union”), administrado pela Oliveira Trust DTVM S.A. e custodiado pelo Banco Bradesco S.A., recentemente julgado em sede recursal pelo CRSFN.

²⁴⁸ Manifestação de Voto do Diretor Henrique Balduino Machado Moreira, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/13791, em 21 de maio de 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190521_PAS_CVM_RJ2015_13791_m_anifestacao_voto_diretor_henrique_machado.pdf. Acessado em 11 de julho de 2019.

Primeiramente, o processo na CVM teve início com procedimento de rotina da área técnica da CVM, em fevereiro de 2010, período anterior às atualizações realizadas na Instrução CVM 356, que apurou que o FIDC Union estava com 74,67% (setenta e quatro inteiros e sessenta e sete centésimos por cento) de sua carteira comprometida por direitos creditórios vencidos e não pagos, de forma que a CVM solicitou esclarecimentos desta situação ao administrador.

Após diversas dilações de prazo requeridas pela Oliveira Trust e análise das respostas recebidas, a área técnica da CVM apurou uma clara fragilidade do administrador na manutenção dos documentos relativos ao FIDC, observando, inclusive, diversas irregularidades na administração e na custódia do FIDC Union, dando prosseguimento a processo administrativo sancionador.

Quanto às acusações sobre o custodiante, destacam-se as violações aos incisos III, IV, V e VI do artigo 38 da Instrução CVM 356, respectivamente, acerca (i) da liquidação de direitos creditórios por compensação parcial ou total e não financeiramente; (ii) da delegação aos cedentes da guarda da documentação que evidenciava o lastro dos direitos creditórios; (iii) da falta de diligência para que fosse mantida atualizada e em perfeita ordem a documentação dos direitos creditórios; e (iv) da delegação aos cedentes da atividade de cobrança.

Nesta fase inicial, foram detectadas diversas operações nas quais não houve a liquidação financeira dos direitos creditórios durante a aquisição e baixa destes direitos em carteira. Em sede de defesa, o Bradesco alegou que as cessões foram devidamente formalizadas através de compensação e renegociação, assinados os respectivos termos de cessão de crédito, e que todas as liquidações físicas e financeiras foram comunicadas ao administrador, o qual acatou todas as operações.

O Colegiado da CVM estabeleceu entendimento de que os contratos de cessão de direitos creditórios, bem como o regulamento do FIDC Union não permitiam a liquidação não financeira das operações, de forma que não seria possível a realização de compensação e de renegociações por meio de novas cessões de crédito, em substituição a cessões já pertencentes à carteira do FIDC, confirmando a violação do Banco Bradesco ao inciso III do artigo 38.

Na sequência, quanto à delegação aos cedentes da atividade de guarda da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios, a CVM entendeu que a contratação de terceiro não habilitado para o serviço de custódia contrariava as disposições do inciso IV do artigo 38.

Ainda, acerca da falta de diligência na manutenção da documentação dos direitos creditórios, a CVM apurou que o custodiante, ao delegar ao cedente a guarda desta documentação, não atuou com diligência devida, faltando com a correta supervisão e controle dos serviços de guarda realizados pelo cedente, no caso concreto, em evidente conflito de interesses e, assim, descumprindo o inciso V do artigo 38.

E, por fim, acerca da delegação ao cedente da atividade de cobrança, o Colegiado absolveu o custodiante das acusações, na medida em que, a delegação ao cedente foi celebrada pela Oliveira Trust e não pelo Banco Bradesco, isto porque, na época dos fatos, a Instrução CVM 356 não imputava ao custodiante as atividades delegadas.

Conforme foi demonstrado pelo Colegiado, o inciso VI do então vigente artigo 38 dispunha que competia ao custodiante “cobrar e receber, por conta e ordem de seus clientes, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos na conta de depósitos dos mesmos”, isto é, o custodiante era responsável pela “cobrança ordinária”, nos jargões do mercado, exercida previamente ao vencimento dos títulos²⁴⁹. Por outro lado, o serviço delegado ao cedente foi o de cobrança não ordinária, ou seja, a cobrança judicial ou extrajudicial de créditos vencidos e inadimplidos, serviço este que não competia e ainda não compete ao custodiante, não havendo, portanto, descumprimento regulatório neste sentido.

Ressalta-se que em julgado recente do CRSFN (Processo 10372.000415/2016-84), de 24 de abril de 2018, em sede recursal, algumas acusações foram revistas pelo Conselho e desconsideradas certas penalidades impostas pela CVM ao custodiante.

Foram mantidas as violações decorrentes da não manutenção atualizada e em perfeita ordem da documentação dos direitos creditórios, reafirmando-se a penalidade

²⁴⁹ Declaração de voto do Diretor Pablo Renteria, na Seção de Julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2013/5456, p. 62. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2015/20151020_PAS_RJ20135456.pdf. Acessado em 11 de julho de 2019.

de multa, no valor de R\$500.000,00 (quinhentos mil reais). E foi negado provimento ao recurso de ofício, mantendo-se o arquivamento quanto à delegação da atividade de cobrança dos direitos creditórios aos cedentes.

Em contrapartida, o CRSFN reformou, por maioria, as penalidades relativas à (i) liquidação de direitos creditórios por compensação parcial ou total e não financeira; e (ii) delegação aos cedentes da atividade de guarda da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios.

Quanto à liquidação não financeira, o Conselho manifestou entendimento de que o regulamento do FIDC Union permitia expressamente a possibilidade de liquidação não financeira dos direitos creditórios pelo administrador. Ressaltou, inclusive, em linha com o parecer da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, que cabia ao administrador do fundo negociar e renegociar as cessões de direitos creditórios ao FIDC, de forma que tal responsabilidade não poderia ser imputada ao custodiante, o qual deveria acatar as operações firmadas pelo administrador, desde que respeitados os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, previstos em regulamento²⁵⁰.

Desta forma, na segregação de atividades e responsabilidades entre os prestadores de serviços do fundo, o custodiante teria uma atividade de natureza mais formal, isto é, de verificação do cumprimento das formalidades – critérios de elegibilidade e existência de lastro – pelo administrador (ou gestor, conforme o caso) quando da aquisição de direitos creditórios. Destaca-se o trecho abaixo contido na manifestação de voto do Conselheiro Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa:

“[...] a atividade do custodiante no FIDC tem natureza mais procedimental. Em termos gerais, ao receber o direito creditório, cabe ao custodiante conferir se os critérios formais de elegibilidade são observados e, em caso positivo, recebê-lo, registrá-lo e guardar a sua documentação. Também é responsabilidade do custodiante a liquidação adequada dos direitos creditórios, conforme os parâmetros

²⁵⁰ Sobre o caso em questão, destacamos a seguir a tendência jurisprudencial trazida por Loria e Kalansky: “[o] custodiante não possui poderes para discutir o mérito das decisões negociais da administradora, mesmo quando estas influam na liquidação dos créditos, cumprido-lhe apenas verificar, de forma objetiva, o cumprimento dos requisitos legais e regulatórios de sua competência, bem como as normas do regulamento e a pertinência com as operações próprios do fundo.” (LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. *Processo sancionador e mercado de capitais: Estudo de casos e tendências: Julgamentos da CVM – 2015*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 468).

estipulados nos documentos do fundo, incluindo o estatuto e os próprios contratos de cessão²⁵¹.”

O Conselheiro Relator, ainda, compara a função do custodiante do FIDC às funções formais da Junta Comercial, a qual não cabe analisar se o conteúdo de uma deliberação da assembleia geral de acionistas de uma companhia está de acordo com o previsto em seu estatuto social, mas, sim, possui a função meramente formal de verificar se o documento em questão é registrável.

“Da mesma forma, o custodiante de um fundo de investimento em direitos creditórios tem como função identificar se o documento que se pretende que dê subsídio à liquidação do direito creditório, por ordem do administrador (ou do gestor, quando for o caso), é aceitável, no sentido de ser um título adequado de acordo com a regulamentação específica do fundo, e, no caso de renegociações, nos termos do Art. 38, inciso II (atual inciso I), da ICVM 356/2001, se o direito creditório novo é elegível com base no regulamento do próprio fundo²⁵².”

Caberia ao administrador, logo, a responsabilidade pela renegociação excessiva dos direitos creditórios cedidos, alongando-se a dívida dos devedores, em prejuízo ao FIDC, de maneira que, ao custodiante recairia, apenas, a função de verificação formal do direito creditório cedido, e a confirmação de que tal ativo está em linha com os critérios de elegibilidade do fundo. O custodiante, assim, não teria poderes para identificar que tais ativos e contratos se referiam a renegociações ou compensações e a norma não exige tal supervisão do custodiante sobre as operações do fundo.

Por fim, quanto à delegação das atividades de guarda da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios, o CRSFN reformou a decisão da CVM no sentido que de, à época dos fatos, a Instrução CVM 356 não vedava tal delegação ao cedente, de forma que o custodiante atuou em linha com as práticas de mercado vigentes, não havendo o que se falar em descumprimento normativo.

²⁵¹ Manifestação de voto do Conselheiro Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa na 412ª Sessão do CRSFN, nos autos do Recurso nº 14.419 [Processo 10372.000415/2016-84], julgado em 24 de abril de 2018. Acórdão CRSFN 77/2018, pp. 22-23.

²⁵² Manifestação de voto do Conselheiro Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa na 412ª Sessão do CRSFN, nos autos do Recurso nº 14.419 [Processo 10372.000415/2016-84], julgado em 24 de abril de 2018. Acórdão CRSFN 77/2018, p. 22.

Vale ressaltar que estes novos entendimentos trazidos pelo CRSFN já podem ser observados em decisões recentes da CVM, em especial, quanto aos FIDCs Oboé e Clássico, custodiados pelo Citibank. Espera-se que, para os casos em andamento, bem como quanto ao conteúdo do próximo edital de audiência pública acerca da indústria de FIDCs, a CVM demonstre ter incorporado estes entendimentos e reflita tais posições em seus julgados e na própria norma a ser debatida com o mercado.

2.8. A Escrituração de Valores Mobiliários

Outra atividade relacionada aos serviços de custódia é a escrituração de valores mobiliários, a qual, nos termos do artigo 34 da Lei 6.404/76 só poderá ser realizada por instituições financeiras autorizadas pela CVM, conforme as disposições da Instrução CVM 543.

Apesar da menção expressa a “instituições financeiras” na referida lei, a CVM destacou no Relatório do Edital de Audiência Pública SDM nº 06, de 26 de agosto de 2013, em linha com o pleito do mercado, que devido às dificuldades trazidas pelo conceito de instituição financeira pela legislação, a Autarquia entende há muito que outros intermediários autorizados pelo BCB também podem atuar como escrituradores²⁵³.

Destaca-se, entretanto, a divergência normativa entre os artigos 1º e 4º da Instrução CVM 543, o que pode causar questionamentos às instituições que desejarem solicitar referida autorização:

*Art. 1º O serviço de escrituração de valores mobiliários deve ser prestado por **peessoas jurídicas** autorizadas pela CVM nos termos da presente Instrução. [...]*

²⁵³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga diversas Instruções da CVM. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007 - Processo CVM nº RJ 2003/11142. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html. Acessado em 03 de maio de 2019, pp. 58-59.

Art. 4º Podem requerer autorização para a prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários as instituições financeiras. (grifos nossos)

A prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários compreende (i) a abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de livros de registro, conforme previsto na regulamentação em vigor; (ii) o registro das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários, assim como de direitos reais de fruição ou de garantia e de outros gravames incidentes sobre os valores mobiliários; (iii) o tratamento das instruções de movimentação recebidas do titular do valor mobiliário ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; (iv) a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários, quando for o caso, do regime de depósito centralizado; e (v) o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários²⁵⁴⁻²⁵⁵.

Podem-se perceber semelhanças entre a escrituração e os serviços da custódia para emissores, na medida em que temos o registro de um ativo em sistemas informatizados, o tratamento das instruções de movimentação do titular do valor mobiliário e de outros eventos incidentes, a constituição de ônus e gravames, dentre outros exemplos.

Contudo, vale ressaltar que na custódia para emissores temos a formação e a criação de um *novo valor mobiliário não escritural* em mercado, a partir do seu depósito centralizado, enquanto que a escrituração aplica-se (i) aos instrumentos que estejam sob a competência da CVM, desde que distribuídos publicamente; e (ii) no caso de depósito centralizado, aos *valores mobiliários emitidos exclusivamente sob a forma escritural*, por intermédio de registro em sistemas autorizados para tal depósito.

Dessa maneira, a custódia para emissores é um serviço restrito à criação de valores mobiliários não escriturais, enquanto que a escrituração aplica-se a um volume mais amplo de instrumentos, desde que distribuídos publicamente em mercado e, em caso de depósito centralizado, tenham natureza exclusivamente escritural.

²⁵⁴ Nos termos do art. 1º da Instrução CVM 543.

²⁵⁵ A ANBIMA reafirma estas atividades no capítulo acerca da escrituração de valores mobiliários do Código ANBIMA de Serviços Qualificados, em especial, no art. 32.

O escriturador, portanto, atuará no registro e controle da emissão de ações de companhias abertas, de cotas de fundos de investimento fechado, e demais valores mobiliários ofertados publicamente.

A instituição que desejar solicitar autorização da CVM para a prestação destes serviços poderá requerer uma autorização geral ou específica para determinado tipo de valor mobiliário²⁵⁶. O requerente deverá demonstrar capacidade econômico-financeira compatível com as operações a serem desempenhadas e possuir condições para o cumprimento dos seguintes requisitos e deveres: (i) dispor de recursos humanos suficientes e tecnicamente capazes de realizar os processos e operar os sistemas envolvidos na prestação dos seus serviços; (ii) manter lista atualizada de profissionais com acesso aos seus sistemas, monitorando e registrando os acessos realizados; (iii) assegurar, de forma permanente, a qualidade de seus processos e sistemas informatizados, mensurando e mantendo registro dos erros, incidentes e interrupções em suas operações; (iv) manter atualizados os manuais operacionais, a descrição geral dos sistemas a serem adotados na prestação dos serviços, o fluxograma de rotinas, a documentação de programas, os controles de qualidade e os regulamentos de segurança física e lógica; (v) dispor de plano de continuidade de negócios apto a assegurar a continuidade da prestação dos seus serviços; e (vi) constituir e manter canais adequados para o atendimento satisfatório dos titulares dos valores mobiliários escriturados quanto a quaisquer informações inerentes às responsabilidades concernentes à prestação dos seus serviços.

Novamente, em linha com as análises já realizadas anteriormente por este trabalho, sobre o pedido de autorização para o serviço de custódia, a CVM demonstra uma preocupação estrutural, organizacional e de recursos humanos e tecnológicos perante as instituições participantes do mercado, como forma de mitigar riscos aos investidores, emissores e a toda organização e funcionamento do mercado de capitais.

Adiante, a regulamentação determina que a prestação dos serviços de escrituração deve ser objeto de contrato específico celebrado entre o emissor do valor mobiliário e o escriturador, devendo dispor, no mínimo, sobre a exigência de que somente o escriturador poderá praticar os atos de escrituração dos valores mobiliários

²⁵⁶ Nos termos do art. 7º da Instrução CVM 543.

objeto do contrato, as regras aplicáveis ao atendimento aos titulares dos valores mobiliários, a descrição dos procedimentos operacionais relativos às obrigações, deveres e responsabilidades do escriturador e do contratante e a confidencialidade das informações²⁵⁷.

O escriturador deverá informar à CVM e às centrais depositárias quando da celebração e extinção destes contratos. Na hipótese de término do contrato, o escriturador deverá transferir de imediato ao contratante ou à pessoa por ele indicada, os dados e documentos relacionados aos serviços. Vale destacar que, em casos extremos, havendo a descontinuidade na prestação do serviço, o emissor deverá substituir o escriturador em até 15 (quinze) dias úteis. Após transcorridos 90 (noventa) dias da assunção das obrigações de escrituração pelo emissor, ou caso o emissor deixe de cumprir com as obrigações de conciliação diária que lhe foram impostas, a central depositária poderá extinguir o depósito, nos termos de seu regulamento²⁵⁸.

Durante toda a vigência do contrato de escrituração, as inserções das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários devem ser realizadas em *contas de valores mobiliários individualizadas*, abertas em nome de cada titular de valor mobiliário.

A escrituração das contas de valores mobiliários deve ser feita em sistemas informatizados adequados e seguros que permitam o registro, processamento e controle das informações relativas à titularidade dos valores mobiliários escriturados²⁵⁹.

Devem constar das contas de valores mobiliários mantidas pelo escriturador as seguintes informações (i) a identificação, qualificação, natureza jurídica, domicílio e regime tributário do titular do valor mobiliário, ou, quando for o caso, a identificação do depositário central que mantiver o valor mobiliário em depósito centralizado; (ii) a natureza, espécie e classe dos valores mobiliários escriturados; (iii) o registro das movimentações, bem como dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários; (iv) a quantidade de valores mobiliários de titularidade de investidores ou dos depositários centrais; (v) o registro dos pagamentos e recebimentos dos recursos financeiros

²⁵⁷ Conforme art. 11 da Instrução CVM 543.

²⁵⁸ Conforme previsto no art. 12 da Instrução CVM 543.

²⁵⁹ Nos termos do § 2º do art. 13 da Instrução CVM 543.

oriundos dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários; (vi) a constituição ou extinção de gravames e ônus sobre o valor mobiliário escriturado; (vii) as obrigações decorrentes de acordos entre o titular do valor mobiliário e um terceiro; e (viii) outras referências que, a juízo do escriturador ou por força de contrato, sejam exigidas pela natureza ou pelas características dos valores mobiliários escriturados²⁶⁰.

O escriturador, ainda, será responsável, dentre outras atribuições, pela conciliação diária das posições registradas nas contas de valores mobiliários e dos eventos incidentes sobre estas posições, quando for o caso, com os registros mantidos e informados pelos depositários centrais.

A escrituração de valores mobiliários, portanto, é um serviço que caminha ao lado das atividades do custodiante, na medida em que, ambas as instituições atuam como intermediários entre emissores e investidores e as centrais depositárias. Um ativo escritural, por exemplo, escriturado e depositado em uma central depositária, será adquirido por um investidor em mercado, de forma que tal ativo deverá compor sua carteira de investimento, custodiada por instituição autorizada para a prestação dos serviços de custódia. Neste exemplo, as posições registradas no livro do escriturador (1), na conta individualizada presente nos sistemas da central depositária (2), bem como na conta de investimento sob titularidade do investidor registrada nos sistemas do custodiante (3), devem ser conciliadas diariamente, de forma a constarem as mesmas quantidades e preço por ativo sob a titularidade deste investidor/titular do ativo.

2.9. A Atividade das Centrais Depositárias e Seus Participantes

2.9.1. Central Depositária

Com a criação da B3, a entidade passou a prover uma extensa gama de serviços para os mercados financeiro e de capitais, atuando em diversas atividades relacionadas à negociação de valores mobiliários no Brasil. A B3 aglomera, assim, entre as suas funções as atividades de: (i) bolsa de valores, mercadorias e futuros; (ii) entidade

²⁶⁰ Nos termos do art. 15 da Instrução CVM 543.

registradora de ativos financeiros; (iii) câmara de compensação e liquidação; e (iv) central depositária²⁶¹.

A B3 atua como central depositária no Segmento BM&FBOVESPA²⁶² e no Segmento CETIP UTVM²⁶³, realizando atividades de guarda centralizada de ativos, tratamento dos eventos deliberados pelos emissores, ônus e gravames incidentes sobre eles, conciliação periódica dos saldos e movimentações, dentre outros exemplos²⁶⁴.

No âmbito dos serviços de depósito centralizado, a B3 deve observar os ditames da Instrução CVM 541, que regula estas atividades. Compreende, assim, o depósito centralizado de valores mobiliários: (i) a guarda dos valores mobiliários pelo depositário central; (ii) o controle de titularidade dos valores mobiliários em estrutura de contas de depósito mantidas em nome dos investidores; (iii) a imposição de restrições à prática de atos de disposição dos valores mobiliários, pelo investidor final ou por qualquer terceiro, fora do ambiente do depositário central; e (iv) o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários depositados, com os correspondentes registros nas contas de depósito²⁶⁵.

Conforme demonstrado anteriormente, o depósito centralizado é condição para a distribuição pública de valores mobiliários e para a negociação de valores mobiliários em mercados organizados de valores mobiliários²⁶⁶.

As centrais depositárias são responsáveis pela integridade dos sistemas por elas mantidos e dos registros correspondentes aos ativos financeiros e valores mobiliários sob sua guarda centralizada²⁶⁷.

²⁶¹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo*. São Paulo: B3 Educação, p. 09. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>. Acessado em 04 de abril de 2019.

²⁶² Segmento de listagem de ativos de renda variável, do qual fazem parte: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

²⁶³ Segmento de listagem de títulos e valores mobiliários, em especial, de ativos privados de renda fixa.

²⁶⁴ Conforme informação disponível no website da B3: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/regulamentos-e-manuais/central-depositaria.htm. Acessado em 12 de julho de 2019.

²⁶⁵ Nos termos do artigo 1º, §1º da Instrução CVM 541.

²⁶⁶ Nos termos do artigo 3º da Instrução CVM 541. Para maior detalhamento ao tema, consulte o subcapítulo 2.4 acima.

“Conforme se verifica a partir do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013, na esteira das discussões pós crise de 2008, buscou-se aperfeiçoar infraestruturas capazes de mitigar riscos decorrentes dos processos de inovação por meio da “imobilização dos ativos”, a qual se daria pelo depósito dos ativos em um depositário central, entidade encarregada, fundamentalmente, de prestar serviços de custódia centralizada de ativos. Até a edição da Lei nº 12.810/2013, o depósito central de ativos existia apenas em relação às ações, nos termos do art. 41 da Lei nº 6.404/76²⁶⁸.” (grifos nossos)

As novas Instruções CVM 541, 542 e 543 buscaram criar novas bases para a negociação de ativos financeiros e valores mobiliários do mercado de capitais brasileiro, a partir das preocupações levantadas pela IOSCO após a crise financeira de 2008²⁶⁹. Inserida neste contexto, a central depositária tem um forte papel da manutenção de um ambiente seguro e informatizado para a criação de novos ativos e suas negociações em mercado.

2.9.2. Câmara de Compensação e Liquidação

No âmbito da pós-negociação de ativos, a B3 atua como contraparte central e câmara de compensação e liquidação para as operações realizadas no PUMA Trading System²⁷⁰, bem como para as operações de câmbio registradas diretamente na Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Câmbio da BM&FBOVESPA (“Câmara”).

A Câmara realiza a *aceitação, a compensação, a liquidação e a administração de risco de contraparte* de operações que são realizadas em ambientes de negociação e em ambiente de contratação de empréstimo ou registradas em ambientes de registro

²⁶⁷ Nos termos do artigo 23, § único da Lei 12.810/13.

²⁶⁸ Manifestação de Voto do Diretor Relator Carlos Alberto Rebello Sobrinho, nos autos do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2015/13791, em 21 de maio de 2019, p. 04. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2019/20190521_PAS_CVM_RJ2015_13791_voto_diretor_carlos_rebello.pdf. Acessado em 11 de julho de 2019.

²⁶⁹ A crise econômica de 2008 e suas repercussões no Brasil será tratada em capítulo próprio, adiante neste trabalho.

²⁷⁰ O PUMA Trading System (Plataforma Unificada Multiativos) é um sistema eletrônico de negociação da B3, criado em conjunto com o CME Group, empresa controladora da Bolsa de Chicago.

administrados pela B3 ou por outras entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários²⁷¹.

Ao desempenhar as suas atividades, a Câmara prioriza a segurança, a eficiência, a integridade e a manutenção da estabilidade do sistema financeiro, conforme previsto no §1º do artigo 1º do Regulamento da Câmara BM&F Bovespa.

Importante destacar que no desenvolvimento de suas atividades, a Câmara assume a *posição de contraparte central na liquidação*, exclusivamente, perante os membros de compensação²⁷², responsabilizando-se, assim, pelo cumprimento das obrigações celebradas pelos participantes em mercado, em linha com as responsabilidades assumidas pelas câmaras de compensação e liquidação internacionais. Caso uma das partes descumpra as obrigações firmadas, isto é, a obrigação de pagamento pelo ativo ou de entrega do ativo negociado, a Câmara atuará diretamente no cumprimento da obrigação devida, efetuando pagamentos e, quando possível, a entrega de ativos, conforme necessário.

A Câmara deve dispor, assim, de salvaguardas e instrumentos para administração e controle de risco para garantir o cumprimento das obrigações por ela assumidas²⁷³, contribuindo fortemente para um ambiente seguro e íntegro de negociações em mercado organizado.

Destaca-se que a liquidação dos resultados apurados pela Câmara, em moeda nacional ou moeda estrangeira – no caso de comitentes não residentes – e ativos, é irrevogável e definitiva no momento das transferências dos respectivos saldos das contas de liquidação da Câmara para as contas de liquidação dos participantes, as quais ocorrem de forma simultânea, nos termos das normas internas e operacionais da Câmara²⁷⁴. Desta forma, garante-se maior segurança às operações, pois uma vez efetuadas e operacionalizadas no sistema, tem-se a liquidação definitiva de suas

²⁷¹ Nos termos do art. 6º do Regulamento da Câmara BM&F Bovespa, de 09 de abril de 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acessado em 12 de julho de 2019.

²⁷² Nos termos do art. 7º, inciso I do Regulamento da Câmara BM&F Bovespa.

²⁷³ Nos termos do art. 7º, inciso II do Regulamento da Câmara BM&F Bovespa.

²⁷⁴ Em especial, o Regulamento e o Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara BM&F Bovespa, disponíveis no website da B3.

posições, evitando-se erros e questionamentos quanto ao cumprimento de obrigações em mercado organizado.

2.9.3. B3: Participantes do Mercado

Atuam nos mercados organizados apenas as instituições devidamente autorizadas pela CVM ou pelo BCB, conforme o caso, em nome próprio ou de seus clientes, sejam eles investidores ou emissores, desde que autorizados e cadastrados perante a B3 e suas respectivas câmaras de negociação e pós-negociação, nos termos do Regulamento de Acesso da BM&FBOVESPA.

As autorizações de acesso são classificadas, conforme o ambiente de negociação ou pós-negociação em que o participante pretende atuar, incluindo-se acessos para negociação, intermediação de operações, liquidação perante a Câmara, recebimento de operações próprias e de clientes, para custódia, para registro e para uso da central depositária²⁷⁵.

Consideram-se participantes autorizados as pessoas jurídicas, fundos ou entidades de investimento coletivo com autorização de acesso outorgada pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, que seguem as regras de acesso estabelecidas no Regulamento de Acesso da BM&FBOVESPA, sendo considerados como *participantes autorizados*: (i) participante de negociação pleno; (ii) participante de negociação; (iii) membro de compensação; (iv) participante de liquidação; (v) agente de custódia; (vi) participante de registro; e (vii) infraestrutura de mercado²⁷⁶.

Na mesma medida, referido regulamento determina como *participantes cadastrados* as pessoas físicas, jurídicas, fundos ou entidades de investimento coletivo que seguem procedimentos, fluxos e regras de cadastro, sendo considerados como

²⁷⁵ Conforme art. 8º do Regulamento de Acesso da BM&FBOVESPA, versão 28 de agosto de 2017. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acessado em 14 de julho de 2019.

²⁷⁶ Nos termos do art. 1º, § 1º do Regulamento de Acesso da BM&FBOVESPA, versão 28 de agosto de 2017. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acessado em 14 de julho de 2019.

participantes cadastrados: (i) emissor; (ii) escriturador; (iii) liquidante; (iv) depositário do agronegócio; (v) depositário de ouro; (vi) fundidor de ouro; (vii) participante Selic (custodiante de títulos públicos federais); (viii) administrador de clubes de investimento; (ix) banco emissor de garantias; (x) supervisora de qualidade de produtos agrícolas; (xi) comitente (ou cliente); (xii) credor imobiliário; e (xiii) outros estabelecidos no manual de acesso da BM&FBOVESPA²⁷⁷.

Adiante, o presente trabalho tratará, brevemente, dos participantes autorizados e cadastrados pela BM&FBOVESPA, diretamente relacionados às atividades de custódia de valores mobiliários.

2.9.3.1. Custodiante e Agente de Custódia

Antes da entrada em vigor das Instruções CVM 541, 542 e 543 havia claramente a distinção entre custodiantes e agentes de custódia, sendo estes meros agentes que atuavam na representação de seus clientes perante os mercados organizados de negociação de ativos e, portanto, isentos da obrigatoriedade de credenciamento perante a CVM para as atividades de custódia²⁷⁸. Tratavam-se das corretoras de títulos e valores mobiliários que atuavam em nome de seus clientes perante os sistemas de negociação e liquidação de valores mobiliários, mas que não eram responsáveis pela guarda, administração e conciliação dos ativos pertencentes às carteiras de investimento destes clientes.

Atualmente, após as introduções regulatórias referidas acima, é exigido das corretoras, quando atuarem como custodiantes de seus clientes perante as entidades de mercados organizados, a devida autorização da CVM, nos termos da Instrução CVM 542.

²⁷⁷ Nos termos do art. 1º, § 1º do Regulamento de Acesso da BM&FBOVESPA, versão 28 de agosto de 2017. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acessado em 14 de julho de 2019.

²⁷⁸ Neste sentido, destacamos a decisão do CRSFN estabelecida no ACÓRDÃO/CRSFN 9698/10, de 25 de maio de 2010, em 313ª Sessão - Recurso 11242 (ref. ao Processo CVM RJ-2005-8404).

Neste sentido, define-se como Agente de Custódia, o participante detentor de autorização de acesso para custódia na central depositária da B3, de acordo com as regras e os procedimentos de acesso específicos da B3²⁷⁹.

2.9.3.2. *Participante de Registro*

O Participante de Registro, nos termos do glossário disponibilizado pela B3²⁸⁰, é aquele detentor de autorização de acesso para registro de ativos e operações em ambiente de registro, de acordo com as regras e procedimentos de acesso específicos da BM&FBOVESPA.

É o participante, assim, que solicita o registro e a listagem de novos ativos no ambiente da entidade registradora do grupo econômico da B3, podendo tal atividade ser exercida pelo escriturador do ativo registrado.

2.9.3.3. *Agente de Depósito*

É o participante que presta serviços relacionados aos ativos depositados, com as atribuições específicas estabelecidas nos regulamentos e manuais operacionais da B3. Define-se como ativo depositado, ou “ativo cetipado”, conforme o jargão de mercado, o valor mobiliário ou ativo financeiro sob depósito centralizado no ambiente da Cetip²⁸¹.

²⁷⁹ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3*. Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 50. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018.

²⁸⁰ B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Glossário*. Versão de 28 de agosto de 2017, p. 8. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acessado em 14 de julho de 2019.

²⁸¹ Conforme definição prevista no Glossário das normas do Segmento CETIP UTVM, versão de 01 de julho de 2019. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/regulamentos-e-manuais/central-depositaria.htm. Acessado em 14 de julho de 2019.

O agente de depósito, portanto, é o participante que solicita o depósito centralizado de ativos perante a B3, podendo tal solicitação ser realizada pelo custodiante ou pelo escriturador, conforme o caso.

3. BREVES NOTAS DE DIREITO COMPARADO SOBRE A CUSTÓDIA DE VALORES MOBILIÁRIOS NO EXTERIOR

Após os estudos e observações a respeito dos serviços de custódia no Brasil, importante analisar, mesmo que em linhas gerais, as atividades e responsabilidades relacionadas ao serviço de custódia no exterior. Serão estudados, dessa forma, os dois principais mercados financeiro e de capitais estrangeiros – os Estados Unidos da América e a Europa – e suas visões a respeito das atividades envolvidas à custódia.

Conforme já mencionado por este trabalho, após a crise financeira de 2008, os grandes centros financeiros do mundo decidiram rever suas regulamentações e impor novas regras e responsabilidades aos participantes do mercado. A IOSCO, grupo que reúne diversas autoridades regulatórias dos mercados de capitais, dentre elas, a SEC – *Securities and Exchange Commission* e a CVM, conduziu estudos e pesquisas sobre o serviço de custódia para veículos de investimento coletivo, elaborando um documento com todos os padrões de conduta a serem observados pelos custodiantes, o *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*.

Primeiramente, o relatório da IOSCO reconheceu que os regimes regulatórios dos países que compõem o Comitê nº 5 – Comitê de Gestão de Investimento da IOSCO são bastante distintos, divergindo com relação às responsabilidades e *status* regulatório das entidades que exercem os serviços de custódia, possuindo desde custodiantes que proveem o serviço puro de custódia, isto é, de guarda de ativos (*asset safekeeping*), até aqueles que prestam serviços auxiliares e administrativos, inclusive, de monitoramento e supervisão²⁸².

Referido relatório busca atualizar as análises realizadas em 1996, pela IOSCO, e disponíveis no *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*²⁸³, acerca das atividades de custódia, considerando que é possível perceber um

²⁸² INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, pp. 4 e 6. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

²⁸³ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes: a discussion paper*, expedido em

aumento na complexidade das operações e instrumentos negociados em mercado e, conseqüentemente, ampliando-se a complexidade do nível de serviços a serem prestados pelo custodiante. Em algumas jurisdições, isso ocorreu devido às alterações regulatórias que permitiram novos tipos de instrumentos financeiros e de investimentos em mercado, de forma que, o crescimento no número de instrumentos financeiros gerou questionamentos sobre eventual extensão do papel e das responsabilidades dos custodiantes²⁸⁴.

Ainda, houve um aumento na diversificação e internacionalização de veículos de investimento, desde a década de 1990, com o surgimento de novos veículos de investimento investindo em novos ativos emitidos dentro ou fora de seus mercados, os quais são negociados globalmente. Esta diversificação tem por base o avanço tecnológico de sistemas informatizados que permitiram o crescimento e o fomento de novos mercados e negócios, criando-se, assim, a necessidade de contratação de “sub-custodiantes”, isto é, de custodiantes locais para as atividades envolvendo os ativos negociados nos países estrangeiros ao investidor. O relatório apurou, dessa forma, as regras de conduta a serem observadas quando da contratação de sub-custodiantes nas diversas jurisdições estudadas²⁸⁵.

Ressalta-se que não há uma definição global sobre o termo “*custody*”²⁸⁶, de forma que o relatório definiu *custódia* como a guarda e a manutenção de registros dos

setembro de 1996. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD60.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

²⁸⁴ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 5. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

²⁸⁵ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 6. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

²⁸⁶ Destacamos a definição europeia, em linha com as responsabilidades verificadas no Brasil: “Custody – in essence a service consisting in holding (and normally administering) securities on behalf of third parties – has its roots in physical safekeeping. In the days when securities existed only in paper form, investors needed a safe place to keep these certificates of value. That safe place could either be their own premises (which however then needed to be adequately protected) or those of a safekeeping service provider (banks with their vaults were a natural choice at that time).” (EUROPEAN CENTRAL BANK – EUROSYSTEM (org). *The securities custody industry*. Occasional Paper Series: nº 68/August 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=977359. Acesso em 29 de maio de 2018, p. 7).

ativos pertencentes às carteiras de investimento, conforme o tipo de ativo detido pelos veículos de investimento, para assegurar a integridade física e legal do ativo²⁸⁷.

Quanto às responsabilidades do custodiante, a IOSCO destacou que, nas diversas jurisdições estudadas, o papel principal do custodiante apresenta-se bem consistente no que se refere à responsabilidade primordial de guarda (*custody*) dos ativos. Acrescentou, ainda, que as regras gerais sobre a custódia e a segregação de patrimônio entre custodiante e investidores podem ser observadas em um relevante número de jurisdições²⁸⁸.

As funções vinculadas à custódia se aplicam a todos os ativos que podem ser mantidos sob custódia, incluindo, assim, desde ativos físicos (metais preciosos sob guarda e custódia especializada), ativos cartulares e até ativos escriturais, conforme já tratado anteriormente²⁸⁹.

Por fim, o relatório prevê alguns preceitos a serem observados pelos custodiantes e pelos órgãos reguladores relativos ao serviço de custódia²⁹⁰, elencados a seguir em tradução livre:

²⁸⁷ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 6. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

²⁸⁸ “In almost all the jurisdictions, custody involves the safekeeping, holding, possession or control of the relevant CIS assets by the custodians. Every jurisdiction responded that the segregation of CIS assets is required under their regulatory regime.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 6. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019).

²⁸⁹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 7. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

²⁹⁰ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, pp. 11-17. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

1 – O regime regulatório deve prever disposições adequadas quanto aos deveres de custódia dos veículos de investimento.

Importante lembrar que, antes mesmo da divulgação deste relatório (em 2015), a CVM já havia se antecipado e atualizado todas as suas normas a respeito dos serviços de custódia e das atividades a ela relacionadas, discutindo com o mercado e, posteriormente, publicando as Instruções CVM 541, 542 e 543, ao final de 2013.

2 – Os ativos pertencentes aos veículos de investimento devem ser segregados dos ativos: (i) da entidade administradora ou responsável e entidades a ela relacionadas; (ii) do custodiante/sub-custodiante, respeitada a cadeira de custódia, conforme o caso; e (iii) de outros veículos de investimento ou clientes do custodiante (com exceção da possibilidade de investimentos através das chamadas “conta ônibus”²⁹¹).

Ponto importantíssimo a ser respeitado pelos custodiantes, a responsabilidade pela segregação patrimonial, já discutida anteriormente por este trabalho, está prevista na Instrução CVM 542 e nas autorregulações publicadas pela ANBIMA e B3.

3 – Os ativos dos veículos de investimento devem ser confiados a um custodiante terceiro e com funções segregadas da entidade da administradora ou responsável.

Neste ponto, vale destacar que o custodiante e a entidade administradora ou responsável ou o próprio gestor (os quais poderão possuir ou não todas as responsabilidades do administrador fiduciário ou do gestor brasileiro) podem fazer parte do mesmo grupo econômico, desde que seja respeitada a segregação de atividades, física, operacional e de recursos humanos, entre as entidades.

²⁹¹ Conta ônibus ou *omnibus account* é uma conta de custódia, permitida em algumas jurisdições, na qual vários clientes estrangeiros investem em ativos subcustodiados pelo mesmo custodiante local, através de uma única conta. Nesta estrutura, os investimentos de vários clientes podem se misturar aos demais, a partir do momento em que todos investem juntos, no mesmo conjunto de ativos e através da mesma conta máster. Essa estrutura facilita a operacionalização de investimentos e desinvestimentos em ativos, bem como, permite que o cálculo de garantias (depósito de margem) em mercados organizados seja dividido entre todos os titulares da conta ônibus, reduzindo custos e taxas para os investidores. Este tipo de conta é vedado no Brasil, na medida em que a regulamentação e autorregulação exigem a segregação de patrimônio entre os clientes do custodiante.

Esta preocupação já está evidente na regulamentação e autorregulação brasileira, conforme analisado anteriormente por este trabalho.

4 – O administrador ou entidade responsável deve buscar assegurar que os acordos de custódia celebrados com o custodiante sejam apropriadamente divulgados aos investidores do veículo de investimento, através dos documentos da oferta, prospectos ou regulamento, conforme o caso, ou de outra forma sejam transparentes aos investidores.

É possível visualizar com mais clareza esta regra, no Brasil, em se tratando dos FIDCs, considerando que as responsabilidades do custodiante costumam ser previstas em regulamento e/ou prospecto, conforme o caso. Entretanto, para os demais fundos de investimento, trata-se de um acordo celebrado entre administrador fiduciário e custodiante, o qual não é divulgado aos cotistas, sem prejuízo de, caso solicitado, as partes disponibilizarem tal contrato aos investidores.

5 – O administrador ou entidade responsável deve possuir o devido cuidado e diligência quando apontar ou contratar um custodiante.

6 - O administrador ou entidade responsável deve, no mínimo, considerar a necessidade de autorização para a prestação dos serviços de custódia, além da capacidade financeira e organizacional do custodiante, durante o processo de seleção e contratação de custodiantes²⁹².

No Brasil, a Instrução CVM 555 dispõe que a administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao

²⁹² “The responsible entity may also consider cost and service delivery, the regulatory status of the custodian (i.e. authorisation to undertake custody business), its place of establishment, its organisational competence (e.g. whether its systems are equipped to deal with specialised or non-custodial assets), reputation, financial soundness and, where custodial property may be held in another jurisdiction, its network of or relationship with sub-custodians, and the compliance framework in relation to this. Also, custodian’s business continuity plans, and its own contingency arrangements for the recovery of assets held with the custodian, in the event of disruption or cessation of the custodian’s operations.” (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes’ Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 14. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019).

funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo²⁹³.

O administrador, assim, pode contratar, em nome do fundo, terceiros devidamente habilitados e autorizados para a prestação de diversos serviços, incluindo-se a custódia de ativos financeiros e valores mobiliários²⁹⁴. Ainda, o administrador fiduciário deve atuar com diligência e nos melhores interesses do fundo e de seus cotistas, na realização de suas atividades²⁹⁵, de forma que tais preceitos já estão previstos na regulamentação vigente.

Na mesma linha, a autorregulação da ANBIMA prevê uma série de cuidados que o administrador deverá tomar, quando da contratação do custodiante – e outros prestadores de serviços – em nome do fundo, disponibilizando, inclusive, um Questionário de *Due Diligence* padrão a ser respondido pelos custodiantes, quanto à sua estrutura organizacional e operacional, seus sistemas e controles internos.

7 - O administrador ou entidade responsável deve formalizar as tratativas sobre o serviço de custódia em um contrato por escrito, o qual deverá prever o escopo, responsabilidades e deveres do custodiante.

8 – O serviço de custódia deve ser mantido sob constante monitoramento quanto ao cumprimento dos termos estabelecidos em contrato de custódia.

A obrigação de celebração de contrato escrito entre custodiante e investidor já está prevista na Instrução CVM 542, conforme analisado em subcapítulos anteriores por este trabalho. Adicionalmente, destaca-se que, pela Instrução CVM 555, o

²⁹³ Nos termos do art. 78 da Instrução CVM 555.

²⁹⁴ Nos termos do § 2º do art. 78 da Instrução CVM 555.

²⁹⁵ Instrução CVM 555 – “Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta: I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão”.

administrador fiduciário é responsável por fiscalizar os demais prestadores de serviços do fundo²⁹⁶.

É evidente que a regulamentação brasileira está aderente às regras impostas pela IOSCO, sendo o serviço de custódia brasileiro amplamente regulado e consolidado, assegurando integridade e segurança aos investidores e ao mercado nacional.

Pela leitura do relatório, ainda, é possível observar que alguns preceitos já estavam previstos no *Guidance On Custody Arrangements For Collective Investment Schemes*, de 1996, havendo a inclusão de novos e atuais padrões a serem observados pelos custodiantes. A mais recente análise da IOSCO buscou demonstrar as atuais preocupações dos órgãos reguladores, pós-crise financeira de 2008 e demais casos de fraudes no mercado de capitais, e o reflexo que tais crises sistêmicas devem promover nas regulamentações destes países.

Conforme destacado anteriormente, a CVM, em linha com as preocupações observadas pelos mercados globais, promoveu as atualizações necessárias em sua regulação, aprovando novas instruções para o estabelecimento dos serviços de depósito central, custódia e escrituração e, posteriormente, quanto à constituição e funcionamento dos fundos de investimento (Instrução CVM 555).

A Autarquia pretende, ainda, conforme já mencionado por este trabalho, realizar novas atualizações regulatórias, dentre elas, a respeito da constituição e funcionamento dos FIDCs, revendo, assim, as responsabilidades do custodiante neste tipo de fundo.

Analisaremos a seguir as alterações regulatórias ocorridas nos Estados Unidos da América e na União Europeia, pós-crise financeira de 2008.

²⁹⁶ Instrução CVM 555 – “Art. 90 - Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: [...] X – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo”.

3.1. *O Papel do Custodiante perante a legislação dos Estados Unidos da América*

O sistema de governo dos Estados Unidos da América é federal, sendo que o poder legislativo conferido ao governo federal possui apenas um número limitado de matérias a serem legisladas. Regras gerais de direito comercial, contratos e propriedade e mais algumas normas específicas que governam a custódia e a negociação dos ativos em mercados, contudo, não entram no escopo federal. Tratam-se de matérias de cunho estadual. A regulação do mercado de capitais, por outro lado, faz parte do escopo de lei federal e o *Securities Act of 1933* e o *Securities Exchange Act of 1934*, expedidos pela SEC, são as regras federais mais importantes nessa área²⁹⁷.

O *Securities Act* tem dois objetivos básicos (i) assegurar transparência aos investidores, a partir da equidade na disponibilização de informações ao mercado; e (ii) proibir práticas fraudulentas²⁹⁸.

A criação da SEC ocorreu a partir da publicação do *Securities Exchange Act*, o qual prevê que a Comissão possui poderes para registrar, regular e supervisionar os participantes do mercado, incluindo corretoras e entidade de mercados organizados de negociação de ativos, tais quais as bolsas de Nova York e de Chicago, por exemplo, e organizações autorreguladoras do mercado de capitais, como a *Financial Industry Regulatory Authority – FINRA*.

Além das referidas leis, podemos mencionar as seguintes legislações que, também, governam a indústria de *securities*²⁹⁹ nos Estados Unidos da América: *Trust*

²⁹⁷ HAENTJENS, Matthias. *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*, p. 188. Dissertação para o título de PhD apresentada perante a Faculdade de Direito da University of Amsterdam, 2007. Disponível em: <http://dare.uva.nl/record/228886>. Acessado em 15 de julho de 2019.

²⁹⁸ “A primary means of accomplishing these goals is the disclosure of important financial information through the registration of securities. This information enables investors, not the government, to make informed judgments about whether to purchase a company's securities. While the SEC requires that the information provided be accurate, it does not guarantee it. Investors who purchase securities and suffer losses have important recovery rights if they can prove that there was incomplete or inaccurate disclosure of important information.” (Conforme informação divulgada pela própria SEC em seu website: <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>. Acessado em 17 de julho de 2019).

²⁹⁹ Nos termos da Sec. 2, [77b] (a), (1) do *Securities Act*, a definição legal de securities é: “[t]he term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture,

Indenture Act of 1939, Investment Company Act of 1940, Investment Advisers Act of 1940, Sarbanes-Oxley Act of 2002, Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010 e Jumpstart Our Business Startups Act of 2012, dentre outras normas e regulações.

Acerca destas legislações, analisaremos brevemente a Rule 206(4)-2 do *Advisers Act*, a denominada Regra de Custódia (*Custody Rule*), e suas recentes atualizações.

Em 30 de dezembro de 2009, a SEC realizou algumas atualizações nas regras destinadas ao “*investment advisor*” (figura semelhante ao consultor ou gestor de recursos no Brasil), especialmente com relação às disposições sobre a custódia dos ativos de seus clientes. As alterações normativas buscaram estabelecer uma maior segurança aos investidores e clientes do *investment advisor*³⁰⁰.

Pela regra em questão, todos os consultores devem manter os recursos e ativos de seus clientes custodiados por um “custodiante qualificado” (*qualified custodian*), em uma conta de custódia, de titularidade do cliente ou do consultor, quando este atuar como *trustee*, devidamente segregada dos demais clientes. Define-se como custodiante qualificado³⁰¹, em tradução livre, os bancos ou associações de depósito, as corretoras, as

evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.” (Disponível em: <http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf>. Acessado em 17 de julho de 2019).

³⁰⁰ SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers: A Small Entity Compliance Guide*. Disponível em: https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/custody_rule-secg.htm. Acessado em 15 de maio de 2018.

³⁰¹ Conforme Section 275.206(4)-2 (c) (3): “Qualified custodian” means: (i) A bank as defined in section 202(a)(2) of the Advisers Act or a savings association as defined in section 3(b)(1) of the Federal Deposit Insurance Act that has deposits insured by the Federal Deposit Insurance Corporation under the Federal Deposit Insurance Act; (ii) A broker-dealer registered under section 15(b)(1) of the Securities Exchange Act of 1934, holding the client assets in customer accounts; (iii) A futures commission merchant registered under section 4f(a) of the CEA, holding the client assets in customer accounts, but only with respect to clients’ funds and security futures, or other securities incidental to transactions in contracts for the purchase or sale of a commodity for future delivery and options thereon; and (iv) A foreign financial institution that customarily holds financial assets for its customers, provided that the foreign financial institution keeps the advisory clients’ assets in customer accounts segregated from its proprietary assets.

entidades de mercado de futuros, com relação aos ativos ali negociados, e uma instituição financeira estrangeira que realiza os serviços de guarda de ativos para seus clientes, desde que mantenha os ativos custodiados de seus clientes em contas devidamente segregadas de seu próprio patrimônio.

A Rule 206(4)-2(d)(2), ainda, determina que o custodiante é aquele que conserva, direta ou indireta, os recursos e ativos do cliente, ou que possui poderes para obter a posse sobre tais ativos e recursos³⁰².

O consultor deverá notificar, prontamente, o cliente assim que abrir uma conta de custódia em nome do cliente, informando-lhe os dados principais do custodiante e da conta, tais quais, nome, endereço, tipo de conta e demais informações essenciais ao investidor. Deverá assegurar, inclusive, que o custodiante contratado enviará, no mínimo, a cada quatro meses, o extrato da conta para o cliente, demonstrando todas as transações efetuadas na conta durante o período. Por fim, os ativos e recursos custodiados deverão ser anualmente auditados por um auditor independente.

Percebe-se, no direito norte-americano, que as recentes mudanças normativas relativas ao serviço de custódia, realizadas após a crise financeira de 2008, tiveram foco na segregação de ativos e patrimônio entre clientes e clientes e custodiantes, bem como em uma maior transparência e acesso a informações por parte dos investidores.

Por fim, além das alterações legislativas demonstradas acima, a alteração normativa que reestruturou o mercado financeiro dos Estados Unidos da América e cujos efeitos se expandiram para os demais mercados e países do mundo, foi a Lei 111-203, a denominada Lei Dodd-Frank de Reforma de Wall Street e Proteção ao Consumidor (“Lei Dodd-Frank”), de 21 de julho de 2010.

Os acontecimentos de 2007-2008 colocaram um tremendo desafio para os governos, desvelando a necessidade de se encontrar o equilíbrio no setor financeiro entre a tomada de risco e o financiamento do crescimento econômico. Não haveria outra forma senão avançar com planos a caminho da construção de um novo marco regulatório³⁰³.

³⁰² “(c) Definitions. For the purposes of this section -- (1) ‘Custody’ means holding, directly or indirectly, client funds or securities, or having any authority to obtain possession of them”.

³⁰³ BOJIKIAN, Neusa Maria Pereira. *A Lei Dodd-Frank: A Regulação Financeira Internacional e a Liberalização dos Serviços Financeiros nos Fóruns Comerciais Internacionais*, p. 3. In: Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia da ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em

Em seu texto, referida lei tratou da proteção ao consumidor, de restrições de negociação de ativos em mercado, da classificação de risco de créditos, da regulação de produtos financeiros, da governança corporativa e da transparência e divulgação equitativa de informações em mercado, dentre outros exemplos.

A Lei Dodd-Frank buscou, dentre outras medidas, estabelecer as responsabilidades entre os participantes do mercado, garantindo uma maior segurança para investidores, credores e devedores, aprimorando a integridade de todo o mercado financeiro e de capitais.

3.2. O Papel do Custodiante perante a legislação da União Europeia

Na União Europeia, além do impacto da crise financeira de 2008, o caso Madoff³⁰⁴ levantou uma série de questionamentos sobre a responsabilidade do custodiante e os potenciais conflitos de interesses na prestação dos serviços de custódia, além dos riscos na delegação de atividades para os subcustodiantes, principalmente com relação a eventuais descumprimentos ou falhas nas atividades realizadas por tais custodiantes locais³⁰⁵.

Tornou-se necessário, assim, instituir uma reforma nas regras financeiras da União Europeia, com o objetivo de fortalecer a proteção ao investidor e endereçar atualizações legislativas com relação aos novos mercados organizados de negociação,

Economia. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/paper/anpen2015/126.htm>. Acessado em 15 de julho de 2019.

³⁰⁴ Em linhas gerais, o caso Madoff envolveu uma fraude financeira multibilionária, através de um esquema de pirâmide conhecido como Ponzi, quando são prometidos altos rendimentos para os investidores, de forma que os novos aportes são utilizados para pagar os rendimentos e resgates de clientes antigos. Os clientes deveriam manter seus recursos investidos por longo prazo, o que fez com o que o esquema sobrevivesse por anos, contudo, frente à crise financeira, os investidores aumentaram os pedidos de resgate, levando à tona todo o esquema de fraude. Madoff possuía uma empresa de investimentos nos Estados Unidos da América, contudo, dentre os seus investidores estavam os grandes bancos europeus, que tiveram altos prejuízos, o que justificou a revisão regulatória na União Europeia.

³⁰⁵ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 5. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

em especial as plataformas de negociação de ativos, e às atividades dos participantes do mercado³⁰⁶.

O principal reflexo disso se deu na reforma da *Markets in Financial Instruments Directive* (“MiFID”)³⁰⁷, diretiva de 2004 substituída pela *Markets in Financial Instruments Directive II, Directive 2014/65/EU* (“MiFID II”) e pela regulação *Markets in Financial Instruments* (“MiFIR”), as quais entraram em vigor apenas em janeiro de 2018, tendo em vista o alto grau de complexidade deste novo enquadramento jurídico e a necessidade de um número muito elevado de atos delegados e de execução aos Estados Membros.

A MiFID II e a MiFIR, neste sentido, buscaram por reforçar as regras destes mercados, exigindo, além do exposto acima, que as negociações de ativos ocorram em plataformas reguladas, introduzindo regras sobre a utilização de algoritmos e negociações de alta frequência, promovendo maior transparência e supervisão dos mercados, inclusive sobre mercados de derivativos e de *commodities* e trazendo melhorias à proteção ao investidor às regras de conduta nos negócios, bem como prevendo as condições para a concorrência durante as negociações e na fase de liquidação de instrumentos financeiros³⁰⁸.

Ainda, vale ressaltar que após a crise de 2008, a União Europeia introduziu, também, duas novas diretrizes ao mercado, a *Alternative Investment Fund Managers Directive* (2011/61/EU), de 08 de junho de 2011 (“AIFMD”) e a revisão da chamada *UCITS Directive* (2014/91/EU), de 23 de julho de 2014 (“UCITS V”).

A AIFMD e a UCITS permitiram clareza e harmonização às regras quanto à nomeação, funções e responsabilidades dos custodiantes de fundos alternativos de investimento (“AIF”), um tipo de veículo de investimento coletivo presente no mercado

³⁰⁶ Conforme informação divulgada pela Comissão Europeia e disponível em seu website: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en. Acessado em 18 de julho de 2019.

³⁰⁷ UNIÃO EUROPEIA. *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID). Directive 2004/39/EC.

³⁰⁸ Conforme informação divulgada pela Comissão Europeia e disponível em seu website: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en. Acessado em 18 de julho de 2019.

europeu. Posteriormente, a UCITS V veio reforçar a proteção dos Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (“OICVM”), alinhando suas disposições às previsões da AIFMD, quanto à custódia dos investimentos dos OICVM³⁰⁹.

Destaca-se que na União Europeia, o termo “*safekeeping*”, traduzido para o português de Portugal como “guarda”, possui o significado de “custódia dos ativos custodiáveis”, enquanto que o custodiante é denominado de “depositário”.

Entre as suas funções está previsto o dever de verificar a propriedade dos ativos dos AIF e dos OICVM, quanto aos ativos “não custodiáveis”, e manter registros daqueles ativos em que o depositário está satisfeito com relação às verificações de propriedade e titularidade realizadas³¹⁰.

Dessa maneira, dentre os deveres incluídos na função de guarda é possível distinguir duas responsabilidades principais de: (i) manter sob custódia os instrumentos financeiros custodiáveis em contas segregadas³¹¹; e (ii) manter registro sobre a verificação da propriedade dos demais ativos de titularidade de seus clientes³¹²⁻³¹³.

³⁰⁹ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Appendix A dos Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 19. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

³¹⁰ INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV-IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015, p. 6. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

³¹¹ Em alguns Estados Membros da União Europeia são permitidas as “contas ônibus”, já mencionadas anteriormente. Nestes casos, a legislação e/ou regulação interna do país trata da questão da segregação patrimonial, tema fortemente debatido e estudado pela ESMA – *European Securities and Markets Authority*.

³¹² “AIFMD - Art. 21º (8). Os activos do FIA [fundo de investimento alternativo] ou do GFIA [gestor do fundo de investimento alternativo] agindo em nome do FIA devem ser confiados ao depositário para guarda, nos seguintes termos: a) Instrumentos financeiros que podem ser guardados sob custódia: i) o depositário guarda sob custódia todos os instrumentos financeiros que possam ser registados numa conta de instrumentos financeiros aberta nos livros do depositário e todos os instrumentos financeiros que possam ser fisicamente entregues ao depositário, ii) para este efeito, o depositário deve assegurar que todos os instrumentos financeiros que possam ser registados numa conta de instrumentos financeiros aberta nos livros do depositário sejam registados nestes livros em **contas separadas**, nos termos do artigo 16. da Directiva 2006/73/CE, em nome do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA, **para que possam a todo o tempo ser claramente identificadas como pertencentes ao FIA**, nos termos da lei aplicável; b) Outros activos: i) o depositário deve verificar a propriedade dos activos por parte do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA e manter um registo desses activos que considera serem propriedade do FIA ou do GFIA agindo em nome do FIA, ii) para avaliar se o FIA ou o GFIA agindo em nome do FIA detêm a propriedade devem usar-se como base as informações ou documentos fornecidos pelo FIA ou pelo GFIA e, caso estejam disponíveis, comprovativos externos, iii) o depositário deve manter o seu registo actualizado.” (grifos nossos).

O serviço de custódia deve ser regido por um contrato escrito³¹⁴ e com o intuito de mitigar eventuais conflitos de interesses, as sociedades de investimento ou gestores de AIF não podem ser depositários³¹⁵. Poderá ser nomeado um depositário constituído ou não em um Estado Membro da União ou Europeia, observados os requisitos da AIFMD quanto à contratação de custodiante proveniente de país não membro.

Pela UCITS V³¹⁶ e AIFMD, o depositário possui uma série de responsabilidades, dentre elas: a) assegurar que a venda, a emissão, a recompra, o resgate e a anulação de unidades de participação no OICVM (semelhantes às cotas dos fundos no Brasil) sejam efetuados nos termos do direito nacional aplicável e do regulamento de gestão ou dos documentos constitutivos (responsabilidades atribuídas ao administrador fiduciário e ao controlador de passivos no Brasil); b) assegurar que o valor das unidades de participação no OICVM seja calculado nos termos do direito nacional aplicável e do regulamento de gestão ou dos documentos constitutivos (responsabilidade semelhante ao controlador de ativos no Brasil); c) executar as instruções da sociedade gestora ou da sociedade de investimento, salvo se forem contrárias ao direito nacional aplicável, ao regulamento de gestão ou aos documentos constitutivos; d) assegurar que, nas transações que envolvam os ativos do OICVM, a contraprestação seja entregue ao OICVM dentro dos prazos habituais; e) assegurar que os rendimentos do OICVM sejam aplicados nos termos do direito nacional aplicável e do regulamento de gestão ou dos documentos constitutivos (responsabilidade atribuída ao administrador fiduciário no Brasil).

O depositário, ainda, nos termos das alterações introduzidas pela UCITS V, não pode delegar as funções referidas acima, bem como às responsabilidades acerca da abertura de contas individuais e segregadas em nome dos veículos de investimento coletivo. Poderão ser delegadas, por outro lado, as funções de guarda dos ativos, custodiáveis ou não, somente se o depositário demonstrar que (i) existem razões objetivas para a delegação; (ii) a delegação não teve o intuito de evitar os requisitos previstos na Diretiva 2009/65/CE; e (iii) atuou com zelo, competência e diligência na

³¹³ Nos termos do art. 22º da Diretiva 2009/65/CE, alterada pela UCITS V.

³¹⁴ Nos termos do art. 22º da Diretiva 2009/65/CE, alterada pela UCITS V.

³¹⁵ Conforme art. 21, item 2 c/c item 4, (a) da AIFMD.

³¹⁶ Conforme art. 22º, item 3 da Diretiva 2009/65/CE, alterada pela UCITS V.

seleção e nomeação do subcustodiante e que permanecerá supervisionando-o em avaliações periódicas quanto à prestação dos serviços delegados³¹⁷.

No âmbito dos AIF e OICVM que investem com grande flexibilidade dentro e fora de seus países, principalmente, em outros mercados da União Europeia, a delegação das funções de guarda é essencial, na medida em que, a cada mercado estrangeiro será necessária a contratação de um subcustodiante local para a guarda dos ativos e intermediação com os mercados organizados em seu país. Entretanto, as demais restrições alinham-se a uma postura mais rígida da União Europeia, após os episódios de fraudes e crise financeira que prejudicaram fortemente os mercados financeiros e as economias de seus Estados membros.

Logo, é possível perceber que a União Europeia endereçou as preocupações apontadas pelos preceitos da IOSCO, conforme relatório analisado anteriormente sobre os serviços de custódia, atualizando suas normas e regulamentos acerca destas e das demais atividades dos mercados financeiro e de capitais.

³¹⁷ Conforme o art. 22º-A, item 2 da Diretiva 2009/65/CE, alterada pela UCITS V; e art. 21, item 11 da AIFMD.

4. CRISE ECONÔMICO-FINANCEIRA DE 2008 E SEUS IMPACTOS NO BRASIL: O PAPEL DOS CUSTODIANTES, ESCRITURADORES E CENTRAIS DEPOSITÁRIAS NA PREVENÇÃO DA CRISE

A crise econômico-financeira de 2008, que teve início nos Estados Unidos da América já foi tema de grandes discussões e debates desde a sua deflagração. Não se pretende neste trabalho esgotar o tema, porém, brevemente, demonstrar os impactos da crise no Brasil e o papel dos custodiantes, escrituradores e centrais depositárias na mitigação dos eventos que levaram à crise.

“A conclusão praticamente unânime dessas análises [sobre a crise econômica de 2008] tem sido a de que a crise se relaciona muito fundamentalmente com uma falha da regulação dos mercados, e que portanto é preciso editar novas regras, para evitar novas crises³¹⁸.”

De fato, houve uma intensa reestruturação regulatória que se alastrou por todo o mundo, a partir da promulgação da Lei Dodd-Frank, mencionada anteriormente, atingindo a Europa e, inclusive, o Brasil. A desregulação vivida pelos mercados, antes de 2008, foi corrigida, e, atualmente, mais de dez anos após a crise, recentes discussões são levantadas sobre a necessidade de um afrouxamento na regulação dos mercados.

“Com efeito, a chamada crise econômico-financeira de 2008 foi responsável pela reavaliação de diversos aspectos do sistema econômico-financeiro mundial, notadamente, no que nos interessa, dos controles sobre os registros constitutivos de garantias sobre valores mobiliários e, em especial, sobre a sua capacidade de assegurar os níveis de segurança e confiabilidade necessários às operações realizadas perante os mercados financeiros e de capitais. Se são múltiplas as causas apontadas pelos economistas para a eclosão da crise do subprime, todas elas remetem a um fenômeno

³¹⁸ TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional*, p. 1. Disponível em: <http://www.bsm-autorregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>. Acessado em 13 de abril de 2018. Ainda neste sentido: YAZBEK, Otavio. *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro: considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro (org). *Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013; Bresser-Pereira, Luiz Carlos. *A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?* Novos Estudos Cebrap 86, 2010. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/441-Crise-Financeira-Global-e-Depois-NovosEstudos.pdf>. Acessado em 19 de julho de 2019. Em sentido contrário: Nobrega, Mailson da. *Origens da crise*. In: GIAMBIAGI, Fábio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. Rio de Janeiro: Elsevier. 2010.

comum, que preparou o terreno para que esses eventos se concretizassem: a desregulação do sistema financeiro mundial, especialmente o estadunidense³¹⁹, diretamente decorrente das chamadas "reformas" realizadas sob os auspícios da ideologia econômica neoliberal³²⁰."

Sabe-se que a regulação costuma atuar de maneira pendular, com movimentos de intensa regulação e outros de baixa atuação do Estado nos mercados, entretanto, é interessante pontuar que muitas das alterações regulatórias trazidas após 2008, e já analisadas por este trabalho, asseguram as condições mínimas para a integridade, segurança e confiança nas negociações de ativos, tornando-se essenciais para a manutenção e o fomento dos mercados financeiro e de capitais globais.

O que ocorreu em 2008 foi o resultado de um movimento de intensa desregulação dos mercados norte-americanos³²¹, em conjunto com o surgimento de inovações técnicas e financeiras, instigadas pelo avanço da tecnologia e da informática, trazendo grandes riscos sistêmicos e culminando numa crise global que teve início com a inadimplência dos *subprimes*³²², operações securitizadas de dívidas hipotecárias de

³¹⁹ “Dois argumentos foram centrais nesse movimento de mudança de estratégia regulatória [a favor da desregulamentação]. Por um lado, julgou-se que a intervenção pública no funcionamento dos mercados financeiros tinha se tornado excessiva, criando custos de obediência elevados e reduzindo a eficiência da operação desses mercados. Por outro, alegou-se que o excesso de controles nos Estados Unidos prejudicava a competitividade das instituições financeiras norte-americanas nos mercados contestados internacionalmente.” (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS – ANBIMA. *Reforma financeira norte-americana: a lei Dodd-Frank* (Perspectivas). Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011, p. 14).

³²⁰ PADILHA, Alexandre Garcia; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. *A constituição de gravames pelos prestadores de serviço de depósito centralizado de valores mobiliários: construção do regime legal brasileiro aplicável*. In: Revista de Direito Empresarial, vol. 13/2016, pp. 217-248. Jan - Fev / 2016 DTR\2016\548. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4121962/mod_resource/content/3/RTDoc%20%2016-3-28%204_17%20%28PM%29.pdf.

³²¹ “No começo dos anos 1980 três forças produziram uma tempestade perfeita de pressão e oportunidade: os abalos dos anos 1970, que desestabilizaram e devastaram os mercados financeiros, obrigando os banqueiros a buscar novas formas de faturar; a revolução da tecnologia da informação, que integrou mercados anteriormente separados e aumentou muitíssimo a complexidade e a velocidade dos fluxos financeiros; e a desregulamentação, que colocou os internos no comando do hospício.” (FERGUSON, Charles H. *O sequestro da América: como as corporações financeiras corromperam os Estados Unidos*. Rio de Janeiro: Zahar, 2013, p. 37)

³²² “A crise financeira geral partiu da crise dos *subprimes*, ou, mais precisamente, de hipotecas oferecidas a clientes de qualidade de crédito inferior que eram depois agrupadas em títulos complexos e opacos, cujo risco associado era de avaliação difícil, senão impossível, para os compradores. Tratava-se de um desequilíbrio em um minúsculo setor que, em tese, não deveria ter causado tamanha crise, mas o fez porque nos anos anteriores o sistema financeiro internacional fora tão intimamente integrado em um esquema de operações financeiras securitizadas que era essencialmente frágil, principalmente porque as

alto risco, que serviram de lastro para propagação de derivativos de crédito negociados em balcão³²³, ambiente com menor regulação e registros, e alastrando-se por todo o sistema financeiro global.

Quando a economia norte-americana demonstrou sinais de recessão, com a diminuição de negócios e o aumento no número de desempregados, as dívidas dos *subprimes* começaram a ser inadimplidas e as instituições financeiras exerceram seus direitos de crédito, formalizadas nos derivativos de balcão, alastrando a inadimplência por todos os grandes mercados financeiros.

Defende-se que os impactos da crise foram bastante intensos e severos, dentre outros fatores, devido ao número de negociações em balcão de tais derivativos, o que gerou um número muito maior de ativos negociados em mercado do que o próprio lastro efetivamente existente para tais negociações. As instituições financeiras empacotavam os créditos hipotecários securitizados, emitiam novos derivativos de crédito em mercado, adquirindo, igualmente, ativos semelhantes emitidos por outras instituições, permitindo que se formasse uma teia de créditos e dívidas por todo o mercado financeiro norte-americano e que, pouco a pouco, se expandiu para as demais instituições financeiras do mundo.

“Para evitar fraudes nos mercados de capitais, uma das piores políticas é a de não identificação clara das responsabilidades. Isso gera a ampliação dos problemas relacionados à assimetria de informações. Foi o que se identificou com a análise da crise de 2008 no mercado norte-americano. As cadeias de crédito operacionalizadas por instrumentos derivativos, partindo inicialmente de um banco comercial responsável pela concessão de créditos imobiliários, dentro de um sistema de crédito habitacional financiado com recursos públicos, com a cessão de tais créditos para fundos creditórios, com todos os agentes envolvidos assistidos por sofisticados auxiliares, incluindo escritórios de advocacia, bancos de investimentos, empresas de auditoria e empresas especializadas em

inovações e a especulação financeiras tornaram o sistema financeiro como um todo altamente arriscado.” (Bresser-Pereira, Luiz Carlos. *A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?* Novos Estudos Cebap 86, 2010, p. 3. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/441-Crise-Financeira-Global-e-Depois-NovosEstudos.pdf>. Acessado em 19 de julho de 2019).

³²³ “[...] tratavam-se de operações fechadas em ambientes nos mais das vezes informais e que eram apenas registradas internamente nos intermediários, sendo apreçadas com base em modelos próprios.” (YAZBEK, Otavio. *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro: considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro (org). Mercado de Capitais. São Paulo: Saraiva, 2013).

“rating”, não foram capazes de identificar o verdadeiro risco presente no mercado imobiliário originário. Talvez um ditado popular em língua inglesa que melhor explique tal situação, e que foi muito lembrado para justamente explicar a origem da crise de 2008, qual seja: “Everybody’s business is nobody’s business”. Em outras palavras: se todos tiverem responsabilidade por algo, ninguém assumirá a efetiva responsabilidade³²⁴.”

Dentre as soluções encontradas para mitigar os efeitos de uma nova crise financeira desta magnitude, e incluída, de certa maneira, em grande parte das legislações e regulações do mundo, está a necessidade do depósito centralizado ou registro em entidade registradora dos ativos financeiros e valores mobiliários negociados em mercado, inclusive deste tipo de derivativo.

*“On July 21, 2010, President Obama signed the Dodd-Frank Act.3 Title VII of the Dodd-Frank Act 4 amended the Commodity Exchange Act (“CEA”) 5 to establish a comprehensive new regulatory framework for swaps and certain security-based swaps. The legislation was enacted to reduce risk, increase transparency, and promote market integrity within the financial system by, among other things: (i) Providing for the registration and comprehensive regulation of SDs [Swap Dealers] and MSPs [Major Swap Participants]; (ii) **imposing mandatory clearing and trade execution requirements on clearable swap contracts;** (iii) **creating recordkeeping and real-time reporting regimes;** and (iv) enhancing the rulemaking and enforcement authorities of the Commission with respect to, among others, all registered entities and intermediaries subject to the oversight of the Commission.”* (grifos nossos) (CFTC - COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION. Protection of Collateral of Counterparties to Uncleared Swaps; Treatment of Securities in a Portfolio Margining Account in a Commodity Broker Bankruptcy, 78 Fed. Reg. 66621 (Nov. 6, 2013) (adopting CFTC Regulations 23.700-23.704), disponível em <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2013-26479a.pdf>. Acessado em 06 de setembro de 2018).

O Brasil, diferentemente dos Estados Unidos, possui um sistema financeiro mais concentrado e uma presença do Estado bem mais firme, centralizadora e conservadora. Por motivos históricos, políticos e econômicos, o número de instituições financeiras no país permaneceu sempre reduzido, enquanto que as legislações e

³²⁴ Manifestação de voto do Conselheiro Relator Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa na 412ª Sessão do CRSFN, nos autos do Recurso nº 14.419 [Processo 10372.000415/2016-84], julgado em 24 de abril de 2018. Acórdão CRSFN 77/2018, p. 21.

regulamentações sobre o tema possuem uma forte característica conservadora e protecionista³²⁵.

Além de diversos exemplos de uma regulação nacional mais rígida, podemos citar a Resolução CMN 3505, de 25 de agosto de 2007, a qual já exigia que as instituições financeiras, ao realizarem operações de derivativos, observassem a necessidade de registro destas operações em mercados de balcão organizado ou mercados organizados:

*Art. 1º Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos de investimento, os bancos de câmbio, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários podem realizar, no mercado de balcão, no País, por conta própria e de terceiros, operações de swap, a termo e com opções, **passíveis de registro em mercados de balcão organizado ou em sistema administrado por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.**” (grifos nossos)*

De fato, em nosso entendimento, um dos fatores que levou à reduzida exposição do Brasil aos impactos da crise de 2008 foi o arcabouço legal e regulatório, imposto pela CVM e CMN, que exigiam à época, que a grande maioria dos ativos financeiros e valores mobiliários estivessem registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo BCB³²⁶, isto é, em entidades registradoras ou centrais depositárias³²⁷.

³²⁵ Sobre o tem: MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2015.

³²⁶ Neste sentido, podemos citar, dentre outros exemplos: Lei 6.385/76; Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004, sobre a constituição e funcionamento dos fundos de investimento; Resolução CMN 2689, de 26 de janeiro de 2000, sobre as aplicações de investidor não residente no Brasil; Resolução CMN 3506, de 26 de outubro de 2007, sobre os investimentos dos regimes próprios de previdência social; Resolução CMN 3456, sobre as aplicações dos recursos garantidores dos planos de benefícios das entidades fechadas de previdência complementar, de 01 de junho de 2007.

³²⁷ “Não creio que seja exagerado apontar que, hoje, passados pouco mais de dois anos do início de uma severa crise financeira global e iniciadas amplas discussões, nos fóruns internacionais, sobre os arranjos regulatórios adotados para os mercados bancário e de capitais, seja possível destacar a importância desta republicação [do livro *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*] sob um outro prisma. Isso porque esta obra revela a genealogia de alguns *institutos e arranjos jurídicos* por aqui criados, sua *dinâmica interna*, e **demonstra a importância de uma certa criatividade institucional na conformação de instituições de mercado**. Vale lembrar que **talvez tenham sido os frutos dessa**

Com a exigência de registro ou depósito dessas operações, o risco decorrente da aquisição de ativos sem lastro fica bastante mitigado, na medida em que os participantes do mercado, tais como os custodiantes, escrituradores e depositários centrais, devem analisar o ativo em questão e cumprir uma série de requisitos para a efetivação de seu registro ou depósito, contribuindo, assim, para uma aferição da “existência” deste ativo em mercado.

A crise financeira, portanto, alcançou de forma tangencial o mercado brasileiro, enquanto que as grandes instituições financeiras globais entraram em colapso, impactando créditos e dívidas existentes e afetando negativamente a economia global. Isto porque, o sistema regulatório brasileiro já se encontrava bastante evoluído, prevendo diversas das recomendações debatidas no pós-crise, tal como a necessidade de segregação de patrimônio entre os custodiante e os beneficiários finais dos ativos³²⁸.

Posteriormente, as inovações regulatórias trazidas pelas Instruções CVM 541, 542 e 543 e, posteriormente, pela Instrução CVM 555, dentre outros exemplos, impuseram com maior força a necessidade de registro ou depósito de ativos, assegurando maior transparência nas informações disponíveis ao mercado, assim como, garantindo integridade e segurança às negociações.

“Assim, o registro centralizado de operações permite, aos participantes do mercado, um acesso mais simplificado, mais ágil, ao seu estoque de operações e a uma série de informações a elas relacionadas. Também os reguladores podem ter acesso a tais dados,

inventividade de algumas décadas atrás – e da reconstrução do nosso sistema financeiro desde a estabilização financeira – **que ajudaram a proteger o sistema financeiro brasileiro de alguns riscos durante a crise**³²⁷.” (grifos nossos e do autor) (YAZBEK, Otavio. *Apresentação: uma introdução, 40 anos depois*. In: TRUBEK, David M. VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes; RODRIGUEZ, José Rodrigo (org.). *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011, pp.39-40).

³²⁸ “[...] as propostas de reforço do arcabouço jurídico aplicável aos mercados não causaram um impacto tão significativo, pois boa parte das medidas preventivas já eram praticadas no Brasil.” (PADILHA, Alexandre Garcia; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. *A constituição de gravames pelos prestadores de serviço de depósito centralizado de valores mobiliários: construção do regime legal brasileiro aplicável*. In: *Revista de Direito Empresarial*, vol. 13/2016, pp. 217-248. Jan - Fev / 2016 DTR\2016\548. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4121962/mod_resource/content/3/RTDoc%20%2016-3-28%204_17%20%28PM%29.pdf). Neste sentido, também: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013*, p. 1. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de agosto de 2016.

em tempo real ou periodicamente (conforme a opção em cada país), o que facilita as atividades de supervisão e uma série de análises. Por fim, o mercado como um todo tende a se beneficiar das informações assim obtidas, uma vez que, ainda que as posições individuais sejam usualmente protegidas por sigilo, nada impede a divulgação periódica de dados agregados referentes, por exemplo, a volumes negociados em mercado, média de preços praticados etc. Esta terceira dimensão seria, assim, essencial para aumentar o nível de transparência do mercado e mesmo para ajudar os participantes deste na definição de suas estratégias³²⁹.”

Pode-se observar, inclusive, um aumento desta preocupação, no Brasil e no exterior, através das novas legislações e regulações que expandiram o arcabouço normativo sobre tais depósitos e registros, tratando das responsabilidades sobre contratação de subcustodiantes e delegação de atividades de custódia a terceiros³³⁰, da constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros e valores mobiliários³³¹, da transparência no envio de informações a clientes³³², dentre outros exemplos.

Quanto maior o volume de informação disponível no mercado, maior será a liquidez de tais ativos, bem como mais correto e preciso será o preço destes ativos. Os investidores e emissores, portanto, só tendem a ganhar com o aumento das exigências de registro e depósito de ativos, bem como seus custodiantes e escrituradores, que poderão incluir em suas remunerações os custos por tais exigências regulatórias. Na mesma medida, os mercados organizados, as centrais depositárias e as entidades registradoras terão seus sistemas fomentados e suas plataformas de negociação expandidas, com o aumento no número de negócios e operações, contribuindo para um melhor desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e mundial.

³²⁹ YAZBEK, Otavio. *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro: considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro (org). *Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013.

³³⁰ Para maiores informações, veja as análises quanto ao MiFID II e, no Brasil, à Instrução CVM 356, tratados anteriormente.

³³¹ Para maiores informações, veja as análises relativas à Resolução CMN 4.593 feitas, anteriormente, por este trabalho.

³³² Para maiores informações, veja as análises relativas à Rule 206(4)-2 do Advisers Act, nos Estados Unidos da América e MiFID II e MiFIR, na União Europeia.

5. *DESENVOLVIMENTOS FUTUROS E NOVAS TECNOLOGIAS*

Tornou-se crescente o número de debates e discussões jurídicas, políticas e econômicas sobre o blockchain e as criptomoedas, em especial após a expansão do Bitcoin pelos mercados globais. Entretanto, vale destacar que o *blockchain* é apenas um dos tipos existentes da nova criptografia e tecnologia de manutenção de registros distribuída (*Distributed Ledger Technology*) (“DLT”) e as criptomoedas são somente uma maneira de se utilizar esta nova tecnologia³³³.

Primeiramente, define-se como DLT a tecnologia que se utiliza de computadores independentes para registrar, compartilhar e sincronizar transações em seus respectivos registros eletrônicos. A DLT refere-se aos protocolos e à infraestrutura de suporte que permitem a computadores em diferentes locais processarem e validarem transações e atualizarem registros em um banco de dados distribuído (um livro-razão) de forma sincronizada, por meio de uma rede³³⁴.

“Em um banco de dados distribuído tradicional, um administrador de sistema geralmente executa as principais funções que são necessárias para se manter a consistência dos registros em várias cópias do livro-razão – e a maneira mais simples que se tem para fazer isso é manter cópia mestre desse livro (que deve ser gerada periodicamente e compartilhada com todos os participantes da rede). Já a tecnologia DLT permite que os participantes da rede validem a transferência de direitos entre si e compartilhem esses registros de forma imutável, utilizando procedimento de validação consensual descentralizada e assinaturas criptográficas³³⁵.”

³³³ “There is no reason to limit the application of DLT to virtual currency, and the existing centralized consensus process can be replaced by DLT in theory. Due to DLT’s innovative concept and wide range of applications, it is said that it will bring a ‘paradigm shift to the fifth generation’ of IT evolution.” (JAPAN EXCHANGE GROUP. (org.) *Applicability of Distributed Ledger Technology to Capital Market Infrastructure*. JPX Working Paper, vol. 15, de 30 de Agosto de 2016, p. 5).

³³⁴ BIS. Quarterly Review. September 2017. In: DESCHAMPS, Marcelo. *Blockchain no pós-trading: Tecnologia DLT ganhou atenção com a popularização do bitcoin*. Artigo veiculado na revista Capital Aberto em 04 de maio de 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/tecnologia-inovacao/blockchain-no-pos-trading/?#.WzZojtJKiUn>.

³³⁵ DESCHAMPS, Marcelo. *Blockchain no pós-trading: Tecnologia DLT ganhou atenção com a popularização do bitcoin*. Artigo veiculado na revista Capital Aberto em 04 de maio de 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/tecnologia-inovacao/blockchain-no-pos-trading/?#.WzZojtJKiUn>.

As discussões sobre a DLT apontam para a possibilidade do seu uso em diversos ramos tecnológicos, comerciais e estruturais, em especial nos mercados financeiro e de capitais globais³³⁶. Um dos principais pontos de debate refere-se à expansão das criptomoedas.

Criptomoeda é uma moeda digital emitida por uma entidade monetária não estatal, usualmente sem lastro. A criptomoeda é um ativo digital, isto é, um código virtual existente apenas em formato digital. A mais conhecida das criptomoedas é o Bitcoin, criado no final de 2008, apresentando-se como o primeiro sistema de pagamentos global totalmente descentralizado.

Primeiramente, vale ressaltar que as transações online, usualmente, necessitam de um intermediário para realização da liquidação financeira entre comprador e vendedor, tais quais, PayPal, PagSeguro, Mercado Pago, bandeiras de cartão de crédito, dentre outros exemplos. Sem tais intermediários, um recurso digital poderia ser gasto duas vezes. Isto porque, caso não haja intermediários com registros históricos, e sendo o recurso digital simplesmente um código de computador, assim como outros arquivos digitais quaisquer, o comprador poderia, dessa maneira, repassar o recurso digital ao vendedor e manter uma cópia do arquivo para si. O vendedor, por sua vez, poderia enviá-lo a um ou mais indivíduos, multiplicando o dinheiro indefinidamente. Isto é o chamado, *gasto duplo*. Decorre desta situação sistêmica, portanto, a necessidade de um intermediário financeiro, isto é, um terceiro de confiança das partes, que empregue um registro histórico das transações comerciais virtuais³³⁷.

³³⁶ “One of the areas attracting people’s attention is the application of DLT to capital market infrastructure. DLT technical features are considered to be appropriate for the layers of capital market operations especially those for the post-trade process. Some people have pointed out that DLT may replace existing infrastructure for reasons beyond simple efficiency. Global exchanges, CCPs, CSDs, banks, brokers, and market facility providers have proactively explored DLT applications through PoC (proof of concept), and investment in technology providers or participating consortiums. [...] The Japan Exchange Group, Inc. (JPX) established an internal research group late last year [2015] and has studied the applicability of DLT to capital market infrastructure. [...] Through our research and PoCs, we have concluded that DLT has the potential to transform capital market structure by encouraging new business development, improving operation efficiency, and contributing to cost reduction.” (JAPAN EXCHANGE GROUP (org.). *Applicability of Distributed Ledger Technology to Capital Market Infrastructure*. JPX Working Paper, vol. 15, de 30 de Agosto de 2016, pp. 5-6).

³³⁷ ULRICH, Fernando. *Bitcoin: A moeda na era digital*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2014. p. 17.

Com o surgimento do Bitcoin e, posteriormente, de outras criptomoedas, entretanto, as transações comerciais puderam ocorrer sem a existência de um intermediário, unicamente, a partir da transferência direta das criptomoedas entre os usuários, por meio do sistema de *Blockchain*.

Blockchain, elaborado a partir da tecnologia DLT, é uma rede *peer-to-peer*³³⁸, uma espécie de livro-razão público de transações, atuando como um grande banco de dados virtual, seguro, transparente e, em certa medida, inviolável. O *Blockchain*, assim, garante que as transações entre os usuários não ocorram mais de uma vez com o mesmo Bitcoin, individualizando as operações e, permitindo que possam ser realizadas de forma segura, sem intermediários, irreversível e totalmente pública³³⁹.

Apesar de possibilitar transparência e publicidade nos registros das transações envolvendo Bitcoins, o *Blockchain* permite que as partes permaneçam anônimas, através do uso de duas chaves para efetivar uma transação – uma *chave pública*, que registra a operação na rede, e uma *chave privada*, sigilosa e única a cada usuário, tal qual um *login* e senha virtuais. Por este motivo, o uso do Bitcoin, muitas vezes, pode estar associado ao financiamento de atos ilegais, como o terrorismo, tráfico de drogas, contrabando de armas, dentre outros exemplos, tendo em vista que o usuário detentor da moeda não poderá ser completamente identificado na rede.

Adiante, destaca-se que o Bitcoin não atua apenas como uma forma de pagamento digital, porém como uma moeda digital, na medida em que procura assumir as funções e características intrínsecas às demais moedas³⁴⁰: (i) servir como um

³³⁸ Os serviços Peer-to-Peer (**P2P**), no português ponto-a-ponto, são sistemas que permitem o compartilhamento de arquivos entre os usuários de forma direta, isto é, sem existir um alojamento centralizado do arquivo em questão. Também utilizado por outros aplicativos como o WhatsApp, o P2P impossibilita qualquer rastreamento, na medida em que permite o acesso ao arquivo, unicamente, entre emissor e receptor.

³³⁹ “What is needed is an electronic payment system based on cryptographic proof instead of trust, allowing any two willing parties to transact directly with each other without the need for a trusted third party. Transactions that are computationally impractical to reverse would protect sellers from fraud, and routine escrow mechanisms could easily be implemented to protect buyers.” (NAKAMOTO, Satoshi. *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Artigo disponível em: www.bitcoin.org. Acessado em 07 de julho de 2018).

³⁴⁰ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Um jurista no mundo moeda e da política monetária* (Jurista sem juros). Artigo publicado em 13 de março de 2017 no site Migalhas. Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI255374,71043-Um+jurista+no+mundo+moeda+e+da+politica+monetaria+Jurista+sem+juros>. Acessado em: 16 de dezembro de 2017.

instrumento de troca; (ii) apresentar-se como uma unidade de conta, possibilitando o pagamento de produtos e serviços; e (iii) atuando como reserva de valor, auferindo liquidez e durabilidade³⁴¹.

Seu preço³⁴², logo, não deriva do ouro – dentre outros tipos de lastros já utilizados para as moedas estatais – ou, ainda, de alguma determinação governamental, mas sim das transações realizadas no mercado, cuja oferta e demanda lhe atribuem seu preço, tal qual outro valor mobiliário negociado em mercado. O preço do Bitcoin, contudo, tem-se apresentado bastante volátil nos últimos meses, dificultando a realização de transações comerciais na criptomoeda³⁴³⁻³⁴⁴.

Os órgãos reguladores e fiscalizadores dos mercados financeiro e de capitais do Brasil têm demonstrado preocupação com o avanço das criptomoedas nos mercados internacional e pátrio, cujas negociações – que, em muitos casos, ainda não possuem regulamentação própria dentro ou fora do país³⁴⁵ – podem ocorrer em sistemas não

³⁴¹ BAROSSO FILHO, Milton; SZTAJN, Rachel. *Natureza jurídica da moeda e desafios da moeda virtual*. Revista Jurídica Luso-Brasileira [S.l: s.n.], 2015, p. 5.

³⁴² “A denominada **moeda virtual** (criptomoedas) não se confunde com a definição de moeda eletrônica de que trata a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013, e sua regulamentação por meio de atos normativos editados pelo Banco Central do Brasil, conforme diretrizes do Conselho Monetário Nacional. Nos termos da definição constante nesse arcabouço regulatório consideram-se moeda eletrônica ‘os recursos em reais armazenados em dispositivo ou sistema eletrônico que permitem ao usuário final efetuar transação de pagamento’. Moeda eletrônica, portanto, é um modo de expressão de créditos denominados em reais. Por sua vez, **as chamadas moedas virtuais não são referenciadas em reais ou em outras moedas estabelecidas por governos soberanos.**” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, Comunicado nº 31.379, de 16 de novembro de 2017, disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=31379&tipo=Comunicado&data=16/11/2017>. Acessado em 17 de dezembro de 2017) (grifos nossos).

³⁴³ Conforme relatado por Kevin O’Leary em entrevista ao InfoMoney. (UMPIERES, Rodrigo Tolotti. *Megaempresário explica uma coisa que as pessoas não entendem sobre o bitcoin*: isso não é uma moeda. Artigo publicado em 14 de dezembro de 2017 no site InfoMoney. Disponível em: http://www.infomoney.com.br/mercados/bitcoin/noticia/7141714/megaempresario-explica-uma-coisa-que-pessoas-nao-entendem-sobre-bitcoin?utm_source=alertas&utm_medium=email&utm_campaign=noticias. Acessado em 16 de dezembro de 2017).

³⁴⁴ Durante o ano de 2017, o bitcoin já se valorizou mais de 1.100% (mil e cem por cento), tendo o seu recorde em US\$ 19.000. (Informações disponíveis em: POZZI, Sandro. *Bitcoin estreia com alta no mercado futuro de Chicago*. Notícia veiculada no Jornal El País em 11 de dezembro de 2017. Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2017/12/11/economia/1512957928_348981.html. Acessado em 17 de dezembro de 2017).

³⁴⁵ No Brasil, a CVM publicou em 28 de agosto de 2019, um edital de audiência pública propondo a constituição e funcionamento de um *sandbox* regulatório, isto é, de um ambiente regulatório experimental, com o objetivo de proporcionar o surgimento de inovações e avanços tecnológicos ao mercado, incluindo-se, assim, a possibilidade de expansão do uso de DLT no país. Após o recebimento das manifestações do mercado, as sugestões e comentários serão avaliados pela CVM, a qual poderá

fiscalizados ou supervisionados pelo BACEN ou pela CVM, ocorrendo sem observância das normas e requisitos regulatórios mínimos e podendo gerar, assim, prejuízos aos investidores nacionais.

Neste sentido, com o desenvolvimento de um mercado de moedas digitais e com o surgimento dos *Initial Coin Offerings* (“ICO”) no exterior, estas questões foram o tema de uma nota de esclarecimentos publicada pela CVM, em 11 de outubro de 2017³⁴⁶.

De acordo com o entendimento divulgado pela CVM, podem-se compreender as ICOs como captações públicas de recursos, tendo como contrapartida a emissão de ativos virtuais, também conhecidos como *tokens* ou *coins*, junto ao público investidor. Tais ativos virtuais, por sua vez, a depender do contexto econômico de sua emissão e dos direitos conferidos aos investidores, podem representar valores mobiliários, nos termos do art. 2º, da Lei 6.385/76³⁴⁷⁻³⁴⁸.

As ICOs surgem como uma nova maneira de arrecadar recursos para o financiamento e o desenvolvimento de projetos. Utilizadas, nos mercados estrangeiros, principalmente, por pequenas empresas e startups, é a emissão pública de ativos de dívida, na forma de *tokens* ou *coins*, através da tecnologia de blockchain³⁴⁹.

incorporar algumas das sugestões à norma. Não há prazo para o término desta análise, bem como para a publicação da nova norma.

³⁴⁶ Nota publicada pela CVM, em 11 de outubro de 2017, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

³⁴⁷ Lei 6.385/76 - Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

³⁴⁸ Conforme nota publicada pela CVM, em 11 de outubro de 2017, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

³⁴⁹ The New York Times. *As Bitcoin, Other Currencies Soar, Regulators Urge Caution*. Reportagem publicada em 14 de dezembro de 2017. Disponível em: <https://mobile.nytimes.com/aponline/2017/12/14/us/ap-us-bitcoin->

Em 16 de novembro de 2017, o Banco Central do Brasil publicou o Comunicado nº 31.379, alertando os investidores e o mercado quanto aos riscos decorrentes das operações de guarda e negociação das moedas virtuais:

*“Considerando o crescente interesse dos agentes econômicos (sociedade e instituições) nas denominadas moedas virtuais, o Banco Central do Brasil alerta que estas não são emitidas nem garantidas por qualquer autoridade monetária, por isso não têm **garantia de conversão para moedas soberanas**, e **tampouco são lastreadas em ativo real de qualquer espécie**, ficando todo o risco com os detentores. Seu valor decorre exclusivamente da **confiança** conferida pelos indivíduos ao seu emissor³⁵⁰”* (grifos nossos).

Em meio ao crescente interesse dos investidores na negociação destes novos ativos, tanto a CVM quanto o BACEN têm demonstrado, formal e informalmente, relevante preocupação e estudo nestas questões, publicando notas e comunicados ao mercado e determinando com mais clareza os campos de atuação de cada um destes órgãos.

Pode-se apostar, portanto, que as criptomoedas e as ICOs serão tema de futura regulamentação por estes órgãos, na medida em que suas negociações, sistemas e possibilidades sejam melhor esmiuçados pelos participantes do mercado de capitais e, conseqüentemente, pelos seus órgãos de fiscalização, supervisão e regulação.

E ainda mais relevante para o presente trabalho, pode-se considerar como provável o impacto das futuras mudanças estruturais nos serviços das clearings, centrais depositárias e custodiantes, a partir do desenvolvimento e crescimento da DLT. De que maneira seria necessária a participação de terceiros para negociação de ativos em mercado, caso os ativos sejam mantidos e registrados em um sistema semelhante ao *blockchain*? Até que ponto os reguladores, emissores e investidores podem confiar em um único sistema para registrar, operacionalizar e “fiscalizar” seus participantes, sem um órgão próprio e responsável por esta supervisão?

[warning.html?mtref=query.nytimes.com&gwh=03EBBFDAFEB5F58BD50B2EC7B56C569E&gwt=pay&referer=](#). Acessado em 17 de dezembro de 2017.

³⁵⁰ Comunicado Bacen nº 31.379, de 16 de novembro de 2017, disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=31379&tipo=Comunicado&data=16/11/2017>. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

Certamente, estas e outras questões serão amplamente discutidas pela doutrina, participantes dos mercados globais e reguladores de todo o mundo nos próximos anos.

6. NOTAS CONCLUSIVAS

O presente trabalho buscou tratar, sem expectativas de se esgotar o tema, da evolução dos serviços de custódia, através do próprio desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais do Brasil, frente à carência de doutrina e discussões acadêmicas sobre o tema.

Primeiramente, foi tratado o histórico do mercado de capitais brasileiro, desde seu início, quando o serviço de custódia era unicamente o de guarda física de cédulas e títulos negociados nas Praças de Comércio dos grandes centros comerciais do país, passando pela expansão das bolsas de valores, o surgimento da informática e dos ativos escriturais, a crise econômico-financeira de 2008 e a reformulação integral das normas sobre o tema, no Brasil e no exterior, até os dias atuais.

Buscou-se contextualizar os conceitos e definições de ativos financeiros, valores mobiliários e títulos de créditos, depósito centralizado e registro de ativos, ativos cartulares e escriturais, bem como as respectivas imobilização e desmaterialização destes ativos, como forma de introduzir os fundamentos necessários para a análise das atividades prestadas por custodiantes, escrituradores e depositários centrais.

Na sequência, foram analisadas as funções, atividades e responsabilidades do custodiante perante a CVM, o CMN, a ANBIMA e a B3, conforme os principais normativos publicados por estas entidades sobre o tema, demonstrando o papel do custodiante perante investidores e emissores de ativos financeiros e valores mobiliários no Brasil. Tratou-se, ainda, das funções e responsabilidades do escriturador de valores mobiliários e das centrais depositárias, no âmbito da regulamentação vigente nacional.

Foram destacadas, também, as responsabilidades dos custodiantes no exterior, em especial nos maiores centros financeiros ocidentais – Estados Unidos da América e União Europeia – analisando as funções dos custodiante e subcustodiantes no mercado estrangeiro.

Além disso, analisou-se a crise econômico-financeira de 2008, seus impactos no Brasil e o papel dos custodiantes, escrituradores e centrais depositárias na mitigação dos riscos de uma nova crise deste porte.

E por fim, foi tratado, brevemente, das novas tecnologias e a inserção da DLT e do *blockchain* nos mercados financeiro e de capitais globais, capazes de revolucionar a indústria de investimentos atual e reformular, técnica e sistemicamente, todo o aparato operacional de negociações e registro de ativos e de operações em mercado.

Buscou-se demonstrar, assim, que a segurança nas negociações no mercado de capitais, no entendimento deste trabalho, decorre do conhecimento de que os ativos negociados estão custodiados em uma instituição, devidamente autorizada pela CVM para a prestação destes serviços, a qual será responsável, inclusive, pelo registro ou depósito centralizado destes ativos, permitindo que o titular exerça seus direitos perante terceiros.

A custódia, portanto, é um serviço essencial para a existência de emissões e negociações de ativos em mercado, sendo fundamental para o estabelecimento do preço e para a criação de liquidez destes ativos. Na mesma medida, o registro ou depósito de ativos financeiros e valores mobiliários é basilar para um mercado consistente, robusto e seguro.

Quanto maior o volume de informação sobre os ativos disponíveis no mercado, maior será a liquidez de tais ativos, bem como mais correto e preciso será o preço destes ativos em negociação. Com maior liquidez e segurança na precificação, maior será o número de negociações em mercado, contribuindo-se, assim, para o fomento e um melhor desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

BIBLIOGRAFIA

ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 14 ed., rev, atual. e ampl. pelo Desembargador Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2011.

AGUIAR JÚNIOR, Nelson Alves. *Aspectos jurídicos fundamentais do sistema de pagamentos brasileiro*. Texto que serviu de base à palestra realizada no dia 29 de novembro de 2000, no 8.º Encontro de Juristas Bancários de Expressão Oficial Portuguesa, ocorrido no período de 27 a 29 de setembro de 2000, no Edifício-Sede do Banco Central do Brasil, situado em Brasília, Distrito Federal. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br>. Acessado em 06 de junho de 2018.

ALVES, Ney Castro. *O futuro em 10 anos: o novo mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Editora de Cultura, 2010.

ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda Editora, 2013.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS – ANBIMA. *Reforma financeira norte-americana: a lei Dodd-Frank (Perspectivas)*. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros*, vigente a partir de 23 de maio de 2019.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. *Regras e Procedimentos ANBIMA do Código de Administração de Recursos de Terceiros*. Vigente a partir de 23 de maio de 2019.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. *Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas dos Serviços Qualificados ao Mercado de Capitais*, vigente a partir de 26 de agosto de 2019.

ARAÚJO, Danilo Borges dos Santos Gomes de (org.). *Regulação brasileira do mercado de capitais*. Col. Direito Desenvolvimento Justiça. São Paulo: Saraiva, 2015.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Por dentro da B3: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo.* São Paulo: B3 Educação. Disponível em: <https://educacional.bmfbovespa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf>. Acessado em 04 de abril de 2019.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Programa de Qualificação Operacional: Roteiro Básico B3.* Vigente a partir de 02 de janeiro de 2019, p. 12. Disponível: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/regulacao/programa-de-qualificacao-operacional-pqo/roteiros/. Acessado em 01 de outubro de 2018.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Regulação das atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros.* Apresentação realizada pelo Sr. Marcelo Wilk, Diretor da Central Depositária de Ativos e de Registro de Operações do Mercado de Balcão, durante o Workshop Banco Central do Brasil, em junho de 2015.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Regulamento para listagem de emissores e admissão à negociação de valores mobiliários.* Versão de 02 de maio de 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acessado em 22 de junho de 2019.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Manual do emissor.* Versão de 02 de maio de 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/listagem/. Acessado em 22 de junho de 2019.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Manual de normas do subsistema de registro, do subsistema de depósito centralizado e do subsistema de compensação e liquidação.* Versão de 20 de agosto de 2018. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/registro/. Acessado em 22 de junho de 2019.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Glossário.* Versão de 28 de agosto de 2017. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acessado em 14 de julho de 2019.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. *Glossário das normas do Segmento CETIP UTVM,* versão de 01 de julho de 2019. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/regulamentos-e-manuais/central-depositaria.htm. Acessado em 14 de julho de 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Agenda BC+: Banco Central submete à consulta pública proposta normativa que trata das Fintechs de crédito*. Nota à imprensa publicada em 30 de agosto de 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/c/notas/16256>. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Comunicado nº 31.379*, de 16 de novembro de 2017, disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=31379&tipo=Comunicado&data=16/11/2017>. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

BARCELLOS, Marta (org. AZEVEDO, Simone). *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores no país*. Rio de Janeiro: Elsevier; São Paulo: Bovespa, 2010.

BAROSSO FILHO, Milton; SZTAJN, Rachel. *Natureza jurídica da moeda e desafios da moeda virtual*. Revista Jurídica Luso-Brasileira [S.l: s.n.], 2015.

BM&FBOVESPA. Regulamento de Acesso, versão 28 de agosto de 2017. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acessado em 14 de julho de 2019.

BOJIKIAN, Neusa Maria Pereira. *A Lei Dodd-Frank: A Regulação Financeira Internacional e a Liberalização dos Serviços Financeiros nos Fóruns Comerciais Internacionais*. In: Anais do XLIII Encontro Nacional de Economia da ANPEC – Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/paper/anpen2015/126.htm>. Acessado em 15 de julho de 2019.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm. Acessado em 21 de agosto de 2016.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4728.htm. Acessado em 21 de agosto de 2016.

BRASIL. *Decreto-lei n° 157*, de 10 de fevereiro de 1967. Concede estímulos fiscais à capitalização das empresas; reforça os incentivos à compra de ações; facilita o pagamento de débitos fiscais. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/1965-1988/Del0157.htm. Acessado em 21 de agosto de 2016.

BRASIL. *Lei n° 6.385*, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6385.htm. Acessado em 21 de agosto de 2016.

BRASIL. *Lei n° 6.404*, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404consol.htm. Acessado em 21 de agosto de 2016.

BRASIL, *Lei n° 12.810*, de 15 de maio de 2013. Dispõe sobre o parcelamento de débitos com a Fazenda Nacional relativos às contribuições previdenciárias de responsabilidade dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; altera as Leis nos 8.212, de 24 de julho de 1991, 9.715, de 25 de novembro de 1998, 11.828, de 20 de novembro de 2008, 10.522, de 19 de julho de 2002, 10.222, de 9 de maio de 2001, 12.249, de 11 de junho de 2010, 11.110, de 25 de abril de 2005, 5.869, de 11 de janeiro de 1973 - Código de Processo Civil, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, e 9.514, de 20 de novembro de 1997; e revoga dispositivo da Lei no 12.703, de 7 de agosto de 2012. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2013/lei/112810.htm. Acessado em 13 de abril de 2018.

Bresser-Pereira, Luiz Carlos. *A crise financeira global e depois: um novo capitalismo?* Novos Estudos Cebrap 86, 2010. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/papers/2010/441-Crise-Financeira-Global-e-Depois-NovosEstudos.pdf>. Acessado em 19 de julho de 2019.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: Teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011.

CARVALHO; Antonio Gledson de. *Ascensão e declínio do mercado de capitais no Brasil*. In: Economia Aplicada (Impresso), v. 4, n. 3, São Paulo, 2000

CARVALHO, Ney. *A saga do mercado de capitais no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e (org.). *Mercado financeiro & de capitais: regulação e tributação*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais – lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COELHO, Fabio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, vol. 3: direito de empresa. 13 ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Initial Coin Offering (ICO)*. Nota publicada em 11 de outubro de 2017 sobre o tema. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2017/20171011-1.html>. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. *Instrução nº 356*, de 17 de dezembro de 2001. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst356.html>. Acessado em 21 de agosto de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Dispõe sobre a prestação de serviços de depósito centralizado de valores mobiliários. *Instrução nº 541*, de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst541.html>. Acessado em 21 de agosto de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários. *Instrução nº 542*, de 20 de dezembro de

2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst542.html>. Acessado em 21 de agosto de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Dispõe sobre a prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários e de emissão de certificados de valores mobiliários. *Instrução nº 543*, de 20 de dezembro de 2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst543.html>. Acessado em 21 de agosto de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Minuta de Instrução que dispõe sobre as atribuições dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em direitos creditórios, alterando dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. *Relatório de Análise: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2012 – Processo CVM RJ nº 2009/7807*. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html. Acessado em 09 de julho de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. *Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013*. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de agosto de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Proposta de regras sobre depósito centralizado, custódia e escrituração de valores mobiliários. *Relatório de Análise: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013 – Processo CVM RJ nº 2003/11499*. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm0613.html. Acessado em 21 de junho de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. *Instrução nº 555*, de 17 de dezembro de 2014. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst555.html>. Acessado em 21 de agosto de 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 3ª Ed. Rio de Janeiro: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2014.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM (org). *Direito do mercado de valores mobiliários*. Rio de Janeiro: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *História do Mercado de Capitais*. Artigo acadêmico eletrônico publicado no website Portal do Investidor. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html. Acessado em 01 de maio de 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Revoga diversas Instruções da CVM. *Relatório de Análise*: Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2007 - Processo CVM nº RJ 2003/11142. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2007/sdm0607.html. Acessado em 03 de maio de 2019.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL – CMN. Dispõe sobre o registro e o depósito centralizado de ativos financeiros e valores mobiliários por parte de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como sobre a prestação de serviços de custódia de ativos financeiros. *Resolução nº 4.593*, de 28 de agosto de 2017. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?numero=4593&tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&data=28/8/2017>. Acessado em 13 de abril de 2018.

CRETELLA JÚNIOR, J. *Curso de direito romano: o direito romano e o direito civil brasileiro*. Rev. e aum. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

DEN HERTOOG, Johan. *General Theories of Regulation*. In: *Encyclopedia of Law and Economics*, 1999. Disponível em: <https://dspace.library.uu.nl/handle/1874/19806>. Acessado em 01 de maio de 2019.

DESCHAMPS, Marcelo. *Blockchain no pós-trading*: Tecnologia DLT ganhou atenção com a popularização do bitcoin. Artigo veiculado na revista Capital Aberto em 04 de maio de 2018. Disponível em: <https://capitalaberto.com.br/temas/tecnologia-inovacao/blockchain-no-pos-trading/?#.WzZojtJKiUn>.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico, 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. An act to provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce and through the mails, and to prevent frauds in the sale thereof, and for other purposes. *Securities Act of 1933*, de 27 de maio de 1933.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. An act to provide for the regulation of securities exchanges and of over-the counter markets operating in interstate and foreign commerce and through the mails, to prevent inequitable and unfair practices on such exchanges and markets, and for other purposes. *Securities Exchange Act of 1934*, de 06 de junho de 1934.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Investment Advisers Act*, de 22 de agosto de 1940, atualizado em 21 de julho de 2010.

EUROPEAN CENTRAL BANK – EUROSISTEM (org). *The securities custody industry*. Occasional Paper Series: nº 68/August 2007. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=977359. Acessado em 29 de maio de 2018.

FERGUSON, Charles H. *O sequestro da América*: como as corporações financeiras corromperam os Estados Unidos. Rio de Janeiro: Zahar, 2013.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: Da mercancia ao mercado. 3ª ed rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

GIAMBIAGI, Fabio; GARCIA, Marcio. *Risco e regulação*: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

GRUPO DE TRABALHO: CONCORRÊNCIA ENTRE BOLSAS. Relatório do GT Concorrência sobre autorregulação das entidades administradoras de mercado, publicado em 18 de julho de 2016. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2016/20160719/0292.pdf>. Acessado em 08/01/2020.

HAENTJENS, Matthias. *Harmonisation of securities law: custody and transfer of securities in European private law*. Dissertação para o título de PhD apresentada perante a Faculdade de Direito da University of Amsterdam, 2007. Disponível em: <http://dare.uva.nl/record/228886>. Acessado em 15 de julho de 2019.

HERBST, Kharen Kelm; DUARTE, Francisco Carlos. *A nova regulação do sistema financeiro face à crise econômica mundial de 2008*. In: Revista de Direito Econômico e Socioambiental, Curitiba, v. 4, n. 2, p. 16-38, jul./dez. 2013.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV- IOSCO. *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes: a discussion paper*, expedido em setembro de 1996. Disponível em: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD60.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS - OICV- IOSCO. *Standards for the Custody of Collective Investment Schemes' Assets*. Relatório final do Committee 5, expedido em novembro de 2015. Disponível em: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD512.pdf>. Acessado em 15 de julho de 2019.

JAPAN EXCHANGE GROUP (org.). *Applicability of Distributed Ledger Technology to Capital Market Infrastructure*. JPX Working Paper, vol. 15, de 30 de Agosto de 2016.

LORIA, Eli; KALANSKY, Daniel. *Processo sancionador e mercado de capitais: Estudo de casos e tendências: Julgamentos da CVM – 2015*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

MAJELLO, Ugo. *Custódia e depósito*. Napoli: Eugenio giovane, 1958.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Conceito de valor mobiliário*. In: Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro, nº 59, set. 1986.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. Tomo II. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*. São Paulo: Almedina, 2015.

MONTEIRO, Washington de Barros; MALUF, Carlos Alberto Dabus; SILVA, Beatriz Tavares da. *Curso de direito civil, 5: direito das obrigações, 2ª parte*. 37ª ed. São Paulo:

NAKAMOTO, Satoshi. *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Artigo disponível em: www.bitcoin.org. Acessado em 07 de julho de 2018.

THE NEW YORK TIMES. *As Bitcoin, Other Currencies Soar, Regulators Urge Caution*. Reportagem publicada em 14 de dezembro de 2017. Disponível em: <https://mobile.nytimes.com/aponline/2017/12/14/us/ap-us-bitcoin-warning.html?mtrref=query.nytimes.com&gwh=03EBBFDAFEB5F58BD50B2EC7B56C569E&gwt=pay&referer=>. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

PADILHA, Alexandre Garcia; OLIVEIRA, Bruno Batista da Costa de. *A constituição de gravames pelos prestadores de serviço de depósito centralizado de valores mobiliários: construção do regime legal brasileiro aplicável*. In: Revista de Direito Empresarial, vol. 13/2016. Jan - Fev / 2016 DTR\2016\548. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4121962/mod_resource/content/3/RTDoc%20%2016-3-28%204_17%20%28PM%29.pdf.

PAVIA, Eduardo Cherez. *Fundos de investimento: Estrutura jurídica e agentes de mercado como proteção do investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da

Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial, sob orientação do Prof. Titular Dr. Newton de Lucca, 2012.

PINHEIRO, Marcela Maciel; GOMES, Carlos Francisco Simões. *Evolução do Mercado Acionário: Home Broker – Estudo de Caso HSBC*. Disponível em: http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos08/285_artigohsbc.pdf. Acessado em 28 de julho de 2016.

POZZI, Sandro. *Bitcoin estreia com alta no mercado futuro de Chicago*. Notícia veiculada no Jornal El País em 11 de dezembro de 2017. Disponível em: https://brasil.elpais.com/brasil/2017/12/11/economia/1512957928_348981.html. Acessado em 17 de dezembro de 2017.

ROLIM, Luiz Antonio. *Instituições de direito romano*. 2. ed. rev. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. 1 ed. 3 reimp. São Paulo: Atlas, 2011.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. *Custody of Funds or Securities of Clients by Investment Advisers: A Small Entity Compliance Guide*. Disponível em: https://www.sec.gov/info/smallbus/secg/custody_rule-secg.htm. Acessado em 15 de maio de 2018.

SERRANO, Pablo Jiménez; CASEIRO NETO, Francisco. *Direito romano*. 1 ed. São Paulo: Desafio Cultural, 2002.

Tôrres, Heleno Taveira (coord). *Tributação nos mercados financeiro e de capitais e na previdência privada*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e auto-regulação no Brasil e a crise internacional*. Disponível em: <http://www.bsm-autoregulacao.com.br/assets/file/BSM-Artigo-MarceloTrindade-e-AlineMenezesSantos.pdf>. Acessado em 13 de abril de 2018.

TRUBEK, David M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; DE SÁ, Paulo Fernandes; RODRIGUEZ, José Rodrigo (org.). *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

ULRICH, Fernando. *Bitcoin: A moeda na era digital*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2014.

UMPIERES, Rodrigo Tolotti. *Megaempresário explica uma coisa que as pessoas não entendem sobre o bitcoin: isso não é uma moeda*. Artigo publicado em 14 de dezembro de 2017 no site InfoMoney. Disponível em: http://www.infomoney.com.br/mercados/bitcoin/noticia/7141714/megaempresario-explica-uma-coisa-que-pessoas-nao-entendem-sobre-bitcoin?utm_source=alertas&utm_medium=email&utm_campaign=noticias. Acessado em 16 de dezembro de 2017.

UNIÃO EUROPEIA. *Markets in Financial Instruments Directive* (MiFID). Directive 2004/39/EC.

UNIÃO EUROPEIA. *Markets in Financial Instruments Directive II* (MiFID II). Directive 2014/65/EU.

UNIÃO EUROPEIA. *Markets in Financial Instruments* (MiFIR). Regulation (EU) n° 600/2014.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Um jurista no mundo moeda e da política monetária* (Jurista sem juros). Artigo publicado em 13 de março de 2017 no site Migalhas. Disponível em: <http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI255374,71043-Um+jurista+no+mundo+moeda+e+da+politica+monetaria+Jurista+sem+juros>. Acessado em: 01 de outubro de 2017.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

YAZBEK, Otavio. *Crise, inovação e regulação no mercado financeiro: considerações sobre a regulamentação do mercado de derivativos de balcão*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro (org). *Mercado de Capitais*. São Paulo: Saraiva, 2013.