

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, nos 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 TANNOUN; 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.

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.