HENRIQUE FRATTA LOBO

Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários

Dissertação de Mestrado
Orientador: Professor Dr. José Marcelo Martins Proença

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo - SP
2021

HENRIQUE FRATTA LOBO

Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor José Marcelo Martins Proença.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo - SP
2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação na Publicação
Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Lobo, Henrique Fratta

Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários / Henrique Fratta Lobo. -- São Paulo, 2021.

221 p.

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.

Orientador: José Marcelo Martins Proença.

1. Mercado de capitais. 2. Deveres dos intermediários. 3. Mercado secundário. I. Martins Proença, José Marcelo, orientador.

HENRIQUE FRATTA LOBO

Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor José Marcelo Martins Proença.

Data da Aprovação: _____

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a).
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura: _____

Prof(a). Dr(a).
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura: _____

Prof(a). Dr(a).
Instituição: _____
Julgamento: _____
Assinatura: _____

AGRADECIMENTOS

Dedico este trabalho aos meus pais, Luis Antonio Lobo e Marcia Ferrer Fratta Lobo, por não medirem esforços na minha criação e educação.

Ao meu avô, José Fratta, pelos ensinamentos de uma vida, que sempre me incentivou nos estudos e na literatura.

Às minhas avós, Ivete Ferrer Fratta e Wanda Carvalho Pinto Lobo, sempre por mim zelosas e pelas orações.

À Marina Crispi Cabral Lobo, meu grande amor, por nunca deixar eu desistir. E a nossa filha, Sofia, meu melhor presente e amor incondicional da minha vida, que veio ao mundo durante a trajetória do mestrado.

Aos amigos da BSM e da B3 pelo trabalho do dia-a-dia, pelas oportunidades de discutir e vivenciar os assuntos desta dissertação, e por sempre buscarem a promoção da integridade do mercado de capitais brasileiro. Em especial ao Luiz Felipe Amaral Calabró, Luis Fernando da Cunha Villar e Fernando de Andrade Mota, que me encorajarem e me ajudarem nessa jornada.

Ao meu orientador, Professor Doutor José Marcelo Martins Proença, pelas diretrizes que auxiliaram na elaboração desta dissertação, pelas orientações dos caminhos a serem seguidos e pela compreensão nos momentos difíceis.

À Professora Doutora Viviane Muller Prado e ao Professor Doutor Marcelo Vieira Von Adamek pelos importantes comentários no exame de qualificação, que muito contribuíram para a evolução e objetividade deste trabalho.

RESUMO

LOBO, Henrique Fratta. **Os deveres dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários**. 2021. 221 fls. Dissertação de Mestrado - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2021.

Este estudo trata dos deveres atribuídos aos intermediários do mercado de valores mobiliários, ou seja, corretoras e distribuidoras, pela regulação e autorregulação, na sua atividade de intermediar negócios que são executados no mercado secundário. Tais deveres foram impostos aos intermediários tendo em vista a sua atuação como *gatekeeper*, exigindo sua participação na fiscalização e na observância de normas por aqueles que operam por intermédio deles, de seus prepostos, ou quando esses intermediários atuam por meio de sua carteira própria. Em razão da relevância dada aos intermediários no papel de zelar pelo regular funcionamento do mercado e de proteção dos investidores, este estudo apresenta os deveres dos intermediários em cada etapa do ciclo de negociação de um valor mobiliário. Assim, a análise passará pelos deveres da fase de pré-negociação, negociação e pós-negociação demonstrando a expectativa regulatório e o como realizar o cumprimento desses deveres.

Palavras-chave: Mercado de valores mobiliários. Deveres dos intermediários. Mercado secundário.

ABSTRACT

LOBO, Henrique Fratta. **The duties of market intermediaries in the secondary securities market**. 2021. 221 pages. Master's Degree - Law School, University of São Paulo, São Paulo, 2021.

This study deals with the duties attributed to securities market intermediaries, that is, brokers and broker-dealers, by regulation and self-regulation, in their activity of intermediation on the secondary security market. Such duties have been imposed on intermediaries in view of their role as gatekeepers, demanding their participation in the supervision and compliance of rules by those who operate through them, are their agents or when these intermediaries act as dealers. Due to the importance given to intermediaries in the role of ensuring the regular functioning of the securities market and the protection of investors, this study presents the duties of intermediaries at each stage of the security trading cycle. Thus, the analysis goes through the duties of the pre-negotiation, negotiation and post-negotiation phases, demonstrating the regulatory expectation and how to carry out the fulfillment of these duties.

Key words: Securities market; Market intermediaries; Secondary market.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
Banco B3	Banco B3 S.A.
BDR	*Brazilian Depositary Receipts*
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BSM	BSM Supervisão de Mercados
CFTC	*U.S. Commodity Futures Trading Commission*
CMN	Conselho Monetário Nacional
COAF	Conselho de Controle de Atividades Financeiras
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
CSNU	Conselho de Segurança das Nações Unidas
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	*Environmental, Social and Corporate Governance*
ESMA	*European Securities and Markets Authority*
ETF	*Exchange Traded Funds*
FINRA	*Financial Industry Regulatory Authority, Inc.*
GAFI	Grupo de Ação Financeira contra a Lavagem de Dinheiro e o Financiamento do Terrorismo
HFT	*High Frequency Trading*
ICVM 8	Instrução CVM n° 8/1979
ICVM 51	Instrução CVM n° 51/1986
ICVM 168	Instrução CVM n° 168/1992
ICVM 301	Instrução CVM n° 301/1999
ICVM 333	Instrução CVM n° 333/2000
ICVM 358	Instrução CVM n° 358/2002
ICVM 380	Instrução CVM n° 380/2002
ICVM 400	Instrução CVM n° 400/2003
ICVM 461	Instrução CVM n° 461/2007
ICVM 476	Instrução CVM n° 476/2009
ICVM 497	Instrução CVM n° 497/2011
ICVM 505	Instrução CVM n° 505/2011
ICVM 539	Instrução CVM n° 539/2013
ICVM 541	Instrução CVM n° 541/2013
ICVM 542	Instrução CVM n° 542/2013
ICVM 612	Instrução CVM n° 612/2019
ICVM 617	Instrução CVM n° 617/2019
IOSCO	*International Organization of Securities Commissions*
Lei 4595/64	Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964

Lei 4728/65	Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965
Lei 6024/74	Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974
Lei 6385/76	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
Lei 6404/76	Lei n° 6.404, de 31 de dezembro de 1976
Lei 7492/86	Lei n° 7.492, de 16 de junho de 1986
Lei 9613/98	Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998
Lei 10.214/2001	Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001
Lei 12.683/2012	Lei nº 12.683, de 9 de julho de 2012
LGPD	Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018
MRP	Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos
ONU	Organização das Nações Unidas
PAD	Processo Administrativo Disciplinar
PAS	Processo Administrativo Sancionador
PN	Participante de Negociação
PNP	Participante de Negociação Pleno
Resolução 39/66	Resolução nº 39, de 15 de outubro de 1966, elaborada pelo CMN
Resolução 1120/86	Resolução nº 1.120, de 04 de abril de 1986, elaborada pelo CMN
Resolução 1655/89	Resolução nº 1.655, de 25 de outubro de 1989, elaborada pelo CMN
Resolução 2099/94	Resolução nº 2.099, de 17 de agosto de 1994, elaborada pelo CMN
Resolução 2690/2000	Resolução nº 2.690, de 28 de janeiro de 2000, elaborada pelo CMN
Resolução 2882/2001	Resolução nº 2.882, de 30 de agosto de 2001, elaborada pelo CMN
RLP	*Retail Liquidity Provider*
Roteiro Básico	Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 10
1. O MERCADO SECUNDÁRIO DE VALORES MOBILIÁRIOS 21
2. OS INTERMEDIÁRIOS QUE ATUAM NO MERCADO SECUNDÁRIO 30
2.1. Corretoras de valores mobiliários 37
2.2. Distribuidoras de valores mobiliários 43
2.3. Os modelos de acessos dos intermediários na B3 45
3. CICLO DE NEGOCIAÇÃO DO VALOR MOBILIÁRIO 52
3.1. Pré-negociação (*pre-trade*) 52
3.2. Negociação (*trade*) 53
3.3. Pós-negociação (*post-trade*) 55
3.4. Compensação (*clearing*) 57
3.5. Liquidação (*settlement*) 59
3.6. Custódia e Depósito (*asset or issue servicing*) 60
4. DEVERES DOS INTERMEDIÁRIOS 62
4.1. Deveres na pré-negociação 64
4.1.1. O Cadastro de Clientes e sua relação com à Prevenção à Lavagem de Dinheiro no Mercado de Valores Mobiliários 66
4.1.2. Cadastro de clientes 72
4.1.3. Cadastro Simplificado 79
4.1.4. *Suitability* 81
4.2. Deveres na Negociação 90
4.2.1. Ordem 91
4.2.2. *Best Execution* 108
4.2.3. Conflito de Interesses 113
4.2.4. Operações sujeitas a procedimentos especiais nas bolsas de valores 121
4.2.5. Dever de assegurar o cumprimento de penas e compromissos de proibição temporária de investidores de operarem no mercado de valores mobiliários 123
4.2.6. Fiscalização de práticas abusivas e ao *insider trading* 125
4.2.7. Indicação de Diretores Responsáveis na ICVM 505 156
4.2.8. A Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro nos Negócios Executados no Mercado Secundário 163
4.2.9. Indicação de Diretor Responsável pelo cumprimento das regras de Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro e Financiamento ao Terrorismo 175
4.3. Deveres na Pós-Negociação 179
4.3.1. Função da contraparte central de operações 181

4.3.2. Confirmação e aceitação 183
4.3.3. Compensação 184
4.3.4. Liquidação 186
4.3.5. Custódia e Depósito 190
CONCLUSÃO 198
REFERÊNCIAS 205

INTRODUÇÃO

A realidade econômica nos mostra a importância do mercado de valores mobiliários, pois suas atividades são transformadoras para a sociedade, sendo capaz de promover a formação de poupança e o financiamento da produção de bens e serviços[1-2]. A aproximação entre o agente superavitário e o deficitário, ou daquele que precisa de recursos, é feita pelos intermediários, sendo peça fundamental no funcionamento do mercado.

Por isso, a análise do papel dos intermediários no mercado de valores mobiliários brasileiro é relevante, pois são estes que proporcionam o acesso aos investidores - sejam eles pessoas físicas, jurídicas, institucionais ou estrangeiros - ao nosso mercado, permitindo, por meio de seus profissionais, ferramentas e plataformas, aproximar o poupador do tomador de recursos, permitindo o financiamento de atividades empresariais, e a procura por valorização e proteção patrimonial, sendo que o desenvolvimento dessa atividade auxilia o desenvolvimento social que o mercado deve objetivar.

Nesse sentido, o artigo 192[3] da Constituição Federal traça como objetivo para o mercado a geração do bem estar social, por meio da promoção do desenvolvimento equilibrado do país, de forma a servir aos interesses da coletividade.

De acordo com Roberto Quiroga Mosquera, essa responsabilidade foi imposta ao mercado - de desenvolver o país e servir os interesses da coletividade -, uma vez que a sua atividade principal, que é a intermediação (de forma direta ou indireta - feita, respectivamente, pelo mercado financeiro e pelo mercado de valores mobiliários), é capaz de levar a poupança àqueles que precisam de financiamento, permitindo a transferência do capital entre os que precisam do dinheiro para desenvolver suas atividades e aqueles que

---

[1] PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 73.

[2] A relevância do mercado pode ser verificada em estudo feito pela consultoria Accenture, a pedido da B3 e da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm. Acesso em: 24 mar. 2020.
Também pode se verificar em: TEIXEIRA, Nilson. **O mercado de capitais brasileiro à luz de seus avanços e desafios.** *In* BACHA, Edmar Lisboa. FILHO. Luiz Chrysostomo de Oliveira (org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005, pp. 113 e ss.

[3] Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram. BRASIL. Constituição Federal de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 15 mai. 2021.

possuem reservas que podem disponibilizar para terceiros em troca de determinada remuneração, viabilizando, assim, o crescimento e desenvolvimento do País[4].

Com base nisso, Roberto Quiroga Mosquera afirma que:

> A concessão de crédito, a distribuição de recursos financeiros entre a população brasileira, a viabilização de projetos empresariais, pessoais, comerciais e filantrópicos surgem como atos e fatos impulsionadores desse desenvolvimento desejado. [...]
> Portanto, cabe ao mercado financeiro e de capitais contribuir para que esses objetivos almejados pela nação brasileira se concretizem, uma vez que foram explicitados em norma constitucional. [...] O atingimento desses objetivos deverá ser alcançado com a criação de produtos financeiros e bancários, que assegurem um trânsito eficaz, transparente e seguro da poupança, para o crédito, para o financiamento. Tão importante função alcança-se com o mercado financeiro e de capitais.[5]

A importância do mercado de valores mobiliários, seu objetivo de gerar o bem estar social e o crescimento do número de investidores atraem diversos debates sobre a atual situação de seu cenário no Brasil, seja por conta (i) da expansão de modalidades de investimentos que os investidores podem e estão fazendo, que vão além das tradicionais compras e vendas de ações de companhias abertas, indo para a negociação em mercados futuros[6], cotas de fundos imobiliários[7], BDRs[8] e ETFs[9], por exemplo; (ii) da divulgação e acesso de informações das companhias abertas[10]; (iii) da existência de uma única bolsa no

---

[4] MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Dialética, 1999. p. 28.

[5] MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Dialética, 1999. p. 29.

[6] Conforme noticiado pelo Valor Investe. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/derivativos/noticia/2020/05/13/negociacao-de-minicontratos-por-pfs-aumenta-75percent-em-um-ano-mas-e-um-bom-negocio.ghtml. Acesso em: 19 ago. 2020.

[7] Sobre a quantidade de investidores em cotas de fundos imobiliários, conforme divulgado pela B3. Disponível em: https://www.sunoresearch.com.br/noticias/fundos-imobiliarios-um-milhao-cotistas/. Acesso em: 19 ago. 2020.

[8] Conforme artigo 1°, inciso I da Instrução CVM n° 332/2000, BDRs são: os certificados emitidos por instituição depositária no Brasil e representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou assemelhada cuja sede esteja localizada: a) no exterior, no caso de certificados de depósito de ações negociadas no exterior; e b) no País ou no exterior, no caso de certificados de depósito de valores mobiliários representativos de títulos de dívida.

[9] Conforme notícia veiculada por Valor Investe. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2020/03/12/na-hora-da-crise-vai-de-etf-e-o-que-os-investidores-fazem.ghtml. Acesso em: 19 ago. 2020.

[10] Para aprofundamento sobre o tema, confira: WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais**: f**undamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2018.
MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

Brasil[11-12]; ou (iv) do fenômeno crescente da profissionalização de investidores pessoas físicas, os chamados *traders*, e o expressivo aumento na utilização de robôs para atuação no mercado, os chamados HFTs ou *algotraders*[13], entre outros.

Porém, um passo anterior às discussões acima, e que é igualmente importante, diz respeito a própria intermediação no mercado de valores mobiliários, que é feita pelas corretoras e distribuidoras, que exercem importante participação na estrutura do mercado, sendo conferido a elas deveres relacionados a condutas e práticas[14-15], que são essenciais para a preservação e evolução do mercado de valores mobiliários, com o intuito de proteger os investidores e de manter a integridade do mercado[16], para gerar confiança, liquidez, por meio da atração de investidores, e transparência.

---

[11] A CVM aceitou o pedido de constituição da Balcão Brasileiro de Comercialização de Energia S.A. - BBCE, como entidade de mercado organizado de valores mobiliários, que opera um mercado de derivativos de energia. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200616_R1/20200616_D1746.html. Acesso em: 12 mai. 2021.
Recentemente a CVM autorizou a Mark 2 Market Depositária de Valores Mobiliários S.A. - M2M, a ser uma depositária de valores mobiliários. A criação dessas entidades demonstra a atratividade do mercado de valores mobiliários brasileiro para se desenvolver novas concorrências. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201208_R1/20201208_D1747.html. Acesso em: 12 mai. 2021.

[12] Para aprofundamento sobre o tema, confira: DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **As novas estruturas organizacionais das bolsas**. 2008. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.
NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
Também pode-se verificar a Audiência Pública da CVM n° 9/2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html. Acesso em: 10 ago. 2020.

[13] *High-frequency trading* é uma forma de negociação a partir do uso de algoritmos, utilizando-se de ferramentas tecnológicas que possuem uma estratégia pré-definida e fazem a leitura automática da dinâmica das operações no mercado para executar seus negócios com valores mobiliários.
Para aprofundamento sobre HFT, confira: COSTA, Isac Silveira da. **High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular**. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018. Disponível em https://direitosp.fgv.br/publicacoes/high-frequency-trading-hft-camera-lenta-compreender-para-regular. Acesso em: 1° mar. 2020.

[14] YAZBEK, Otavio. **Evolução recente da regulação do mercado de capitais: impactos da crise de 2008 e opções de reforma**. *In* SADENBERG, Amarílis Prado (org.). **Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 54.

[15] Conforme Aline de Menezes Santos: "[...] a regulação de condutas, que se caracteriza pela *imposição de normas gerais prescritivas de padrões de comportamentos considerados adequados* aos indivíduos e instituições integrantes do sistema financeiro. Por terem conteúdo aberto e contornos imprecisos, as normas de conduta acabam situando-se a meio do caminho entre a regulação de base informacional e a de cunho prudencial. Ela também requer esforço interpretativo e, consequentemente, envolve um grau maior de subjetividade". (destaque pela autora).
SANTOS, Aline de Menezes. **Regulação e estruturas de supervisão do mercado financeiro**. *In* SADENBERG, Amarílis Prado (org.). **Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 103.

[16] A proteção dos investidores e a integridade do mercado que os intermediários devem exercer são, inclusive, questões levantadas e defendidas pela IOSCO, conforme se verifica no seguinte trecho de uma de suas publicações: "*Market intermediaries should conduct themselves in a way that protects the interests of their clients and helps to preserve the integrity of the markets. They must comply with all regulatory frameworks in which they operate. Compliance with securities laws, regulations and rules (referred in this paper as*

Por mais que o acesso dos investidores ao mercado de valores mobiliários, nos dias de hoje, seja feito majoritariamente de forma eletrônica[17], principalmente após o fim do pregão viva-voz, os investidores devem sempre recorrer a um intermediário para realizarem seus negócios no mercado de valores mobiliários[18].

O acesso por meio eletrônico viabiliza que o intermediário ofereça ao cliente solução tecnológica que permita a visualização, em tempo real, do livro de ofertas do sistema de negociação da B3, e o envio de ordens de compra e de venda, também de forma eletrônica, que se transformam em ofertas no sistema de negociação da B3[19].

Assim, mesmo que haja uma interação diversa daquela que ocorria entre cliente e intermediário antes da eletronificação vivida no mercado de valores mobiliários, a responsabilidade pelo acesso do cliente ainda permanece com o intermediário[20], inclusive por força de regra da CVM, conforme artigo 51 da Instrução n° 461/2007 (ICVM 461)[21].

Desde o fim do pregão viva-voz, verifica-se uma mudança de atuação por parte dos intermediários, havendo a necessidade de uma revolução na forma de atuação da indústria de intermediação, pois na época do pregão viva-voz, era o operador que tinha poderes de transmitir a ordem do cliente e executá-la, além de ser o detentor, em tempo real, daquilo que estava ocorrendo no mercado. Mas, a partir de 2005, com o início exclusivo das negociações em formato eletrônico, é possível que o cliente, por meio de plataformas

---

"securities regulatory requirements") is part of the essential foundation of fair and orderly markets as well as investor protection". **Compliance function at Market intermediaries**. Final report. A report of the technical committee of IOSCO. 2006, March. p. 4. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf. Acesso em: 1° mar. 2020.

[17] O uso do termo "majoritariamente" se deve ao fato de que nos dias atuais os investidores cada vez mais procuram soluções tecnológicas para acessar o mercado de valores mobiliários, as quais são fornecidas por um intermediário ou devem passar por sua infraestrutura. Mesmo assim, há investidores que preferem ou necessitam tratar com o intermediário ou preposto deste pelo telefone ou presencialmente, mas o resultado desta interação será o registro de uma ordem ou de um negócio por meios eletrônicos.

[18] Para se aprofundar sobre questões que envolvem o acesso eletrônico ao mercado de valores mobiliários, confira: NODA, Margareth. **Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários.** 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) - Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

[19] O sistema de negociação ou livro de oferta é tratado na regulação como sendo um "sistema centralizado e multilateral [...] em que todas as ofertas relativas a um mesmo valor mobiliário são direcionadas a um mesmo canal de negociação, ficando expostas a aceitação e concorrência por todas as partes autorizadas a negociar no sistema", conforme artigo 65, parágrafo único da ICVM 461. São nesses sistemas centralizados e multilaterais que o encontro e interação das ofertas de compra e de venda deve ocorrer, estando as ofertas sujeitas à livre interferência dos demais participantes do mercado, conforme destacado por Aline de Menezes Santos em seu voto no julgamento da Turma no Processo Administrativo Disciplinar da BSM n° 12/2016. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad. Acesso em: 30 abr. 2021.

[20] Nos termos do Ofício Circular 021/2008-DP da BM&FBOVESPA (antiga denominação da B3). Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/73/A2/40/33/B084051054E072F492D828A8/OC021-2008_DP.pdf. Acesso em: 15 mai. 2021.

[21] Art. 51. As operações em um mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar em tal mercado.

conectadas à internet, acompanhe o mercado, suas informações, e envie suas ordens, as quais passarão pela infraestrutura do intermediário para depois chegarem nos mercados organizados e serem executadas.

Desta forma, a relação de dependência entre o intermediário e o investidor, para que este último obtivesse informações sobre as cotações dos ativos e para que sua vontade fosse materializada na realização de um negócio, foi diminuindo, pois o investidor passou a deter, praticamente, as mesmas informações que o intermediário detinha[22].

Contudo, se a execução da ordem por parte dos intermediários ganhou outros contornos após a eletronificação, "as atividades de *back office* e de supervisão de atividades dos clientes" ganharam importância, fazendo com que a regulação priorizasse regras para o estabelecimento de controles sobre as atividades dos clientes, por meio de "exigências regulatórias" ou "pela própria necessidade de proteção da integridade dos sistemas de negociação" com a "criação de limites para a realização de operações e assunção de riscos" pelos clientes. Ou seja, a regulação que envolve os intermediários criou contornos e evoluiu no sentido de reforçar "a sua função de *gatekeeper*"[23-24], criando deveres para que os intermediários fortaleçam o mercado, gerando confiança e proteção aos investidores, bem como mantenham o regular funcionamento do mercado.

Tais deveres, de preservação do mercado, de manutenção de sua integridade e de proteção dos investidores, estão dispostos nos artigos 30 (exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação ao cliente) e 32, inciso I (zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado), da Instrução CVM n° 505/2011 (ICVM 505)[25-26], que rege a

---

[22] Apesar do nível de informação ser semelhante, a expertise dos intermediários na interpretação dessas informações e na melhor forma de atuação no mercado, são diferenciais importantes que o intermediário vem agregando ao seu negócio para atrair investidores menos experientes.

[23] YAZBEK, Otavio. **Evolução recente da regulação do mercado de capitais: impactos da crise de 2008 e opções de reforma**. *In* SADENBERG, Amarílis Prado (org.). **Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015. p. 77-78.

[24] Além dessa evolução citada por Otavio Yazbek, a indústria da intermediação está passando por uma nova mudança, que envolve a possibilidade de emissão de moeda eletrônica (artigo 2°, inciso XX, da Resolução 1655/89), além de poder fazer parte do sistema de arranjos de pagamentos do BACEN (artigo 14-B, da Resolução 1655/89), conforme alterações feitas na Resolução 1655/89, em 27 de novembro de 2020, por meio da Resolução n° 4.871. Estas novidades ainda não estão refletidas de maneira recorrente e com visibilidade no dia a dia das corretoras e distribuidoras, mas pode ser ponto relevante para o futuro a depender da regulamentação a ser feita e da prática envolvida.

[25] Art. 30. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes.

Art. 32. O intermediário deve: I – zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias.

[26] Em 26 de maio de 2021 a CVM publicou a Resolução n° 35, que revogou as Instruções 51, 333, 505 e 612 citadas nesta dissertação. Segundo a CVM, por não acarretar mudanças de mérito nas obrigações vigentes, a Resolução CVM n° 35 não foi submetida a audiência pública. Sua vigência tem início em 1° de julho de 2021.

atividade dos intermediários no mercado de valores mobiliários. Além destes, também se consagrou obrigações gerais relacionadas ao *compliance* e controles internos dos intermediários, como a de o intermediário possuir "regras, procedimentos e controles internos" para o cumprimento de seus deveres normativos, conforme artigo 3°, da ICVM 505[27].

Como se vê, esses comandos são de natureza genérica, considerados cláusulas gerais, uma vez que não há taxatividade e tipicidade de condutas e penas correspondentes - como ocorre no sistema jurídico penal, por exemplo -, permitindo, desta forma, ao intérprete e ao aplicador das regras, discricionariedade "que deverá ser externalizada de forma transparente e motivada, com base nos princípios, nas normas jurídicas e nos padrões usuais de mercado", que estimulem a convergência "das condutas dos intermediários para os melhores padrões possíveis e verificáveis no mercado, de forma a garantir o regular funcionamento do mercado", coibindo "condutas que comprometem a sua integridade e credibilidade"[28].

Por isso, deveres mais específicos, que ainda são considerados cláusulas gerais[29], mas derivam das regras mais abrangentes de preservação do mercado, de manutenção de sua integridade e de proteção dos investidores, foram atribuídos aos intermediários pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), tais como, por exemplo, (i) o dever de cadastro de clientes, que envolve políticas de *know your client* e *suitability*, (ii) o dever de execução de ordens, que envolve questões sobre *best execution*, evitar conflito de interesses, prevenção

---

Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-publica-novas-resolucoes-sobre-intermediacao-de-operacoes-com-valores-mobiliarios. Acesso em: 12 jun. 2021.
Nesse sentido, os artigos 30 e 32 da ICVM 505 têm seus correspondentes nos artigos 31 e 33 da Resolução CVM n° 35.

[27] Art. 3º O intermediário deve adotar e implementar: I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução; e II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.
Referido artigo tem o seu correspondente no artigo 4º da Resolução CVM n° 35.

[28] CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa - Teoria Palco-Plateia.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 41.

[29] A utilização de cláusulas gerais e uma regulação baseada em princípios é utilizada para não engessar o mercado de valores mobiliários, uma vez que o cumprimento dessas cláusulas gerais e princípios irá variar no tempo, de acordo com os usos e costumes do momento, da dinâmica do mercado e da evolução da tecnologia. Por esta razão que a convergência de condutas vem por meio de interpretações e orientações publicadas pelo regulador e autorregulador, bem como dos precedentes de julgamentos feitos por esses órgãos a partir de riscos materializados ou mudança de comportamento dos intermediários que mereça ajuste de rota. Ao não se ter regras prescritivas e taxativas, abre-se oportunidade aos intermediários para adequarem o cumprimento desses deveres às suas realidades e aos seus modelos de negócio. Por outro lado, tal situação pode gerar custos de observância e riscos a serem tomados, já que as interpretações de cumprimento dos deveres podem ser diferentes entre o aplicador da regra (área técnica da CVM ou da BSM), o julgador (Colegiado da CVM, CRSFN ou Conselho de Supervisão da BSM) e o intermediário que está executando na prática essas cláusulas gerais.

à lavagem de dinheiro e a não ocorrência de práticas abusivas, e (iii) os deveres que envolvem a custódia dos valores mobiliários.

Outro exemplo dessa situação é o que ocorre com o dever de o intermediário em não privilegiar seus interesses em detrimento dos interesses dos seus clientes. Este dever - uma regra de conduta mais específica, que se encontra no parágrafo único do artigo 30 da ICVM 505[30], é um consectário lógico dos deveres de lealdade e boa-fé, que estão dispostos no *caput* deste artigo, uma norma de caráter principiológico[31-32].

Além disso, os intermediários vêm assumindo papel cada vez mais importante para a dinâmica do mercado de valores mobiliários, principalmente no mercado secundário, com o desenvolvimento de novas estratégias de investimentos para seus clientes, na facilitação de negócios para a sua concretização (atuação como *client facilitation*[33]), na mitigação de riscos ao mercado e também na atração e educação financeira de investidores.

---

[30] Esta mesma regra está disposta no artigo 31 e seu parágrafo único, da Resolução CVM n° 35.

[31] Conforme consta do Edital de Audiência Pública SDM n° 4/09, que precedeu a edição da ICVM 505, o dispositivo em comento resulta de "uma regulamentação principiológica para os conflitos de interesses em que podem incorrer os intermediários em suas relações com seus clientes", ao estabelecer que "o intermediário deva exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação aos seus clientes. A seu turno, o parágrafo único deste dispositivo explicita que é vedado ao intermediário privilegiar seus interesses ou da instituição ou de terceiros com os quais mantenha relação de controle ou subordinação, de seus administradores, empregados e prepostos, em detrimento dos interesses de cliente".
Referida Audiência Pública SDM n° 4/09 está disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html. Acesso em: 13 fev. 2020.

[32] Conforme voto proferido por Henrique de Rezende Vergara no julgamento do Pleno do Conselho de Supervisão da BSM no âmbito do Processo Administrativo Disciplinar n° 12/2016. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad. Acesso em: 30 abr. 2021.

[33] O *client facilitation* realizado pelos intermediários visa melhorar a execução da ordem de um cliente, por meio do uso da carteira própria ou conta de titularidade do intermediário. Assim, o *client facilitation* se destina a fomentar a liquidez às operações dos clientes com valores mobiliários. Conforme disposto no Comunicado Externo da B3 n° 001/2020-PRE, de 12 de maio de 2020, que traz a interpretação da BSM, confirmada pela CVM sobre a realização de operações de carteira própria de um intermediário em outro. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/#panel4a. Acesso em: 16 ago. 2020.
Tal situação não se confunde com a atividade de internalização de ordens, que trata do "cruzamento de ordens de compra e venda para investidores dentro do sistema do intermediário, sem que as ofertas e negócios sejam realizados em uma bolsa de valores", conforme explicado por André Eduardo Demarco. *In* DEMARCO, André Eduardo. **As bolsas de valores face ao desafio da desmutualização no contexto de internacionalização dos mercados regulamentados**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) - Curso de Direito em Mercado de Capitais, IBMEC, São Paulo, 2008.
A CVM não permite a internalização de ordens no Brasil, uma vez que a negociação de valores mobiliários já emitidos, ou seja, no mercado secundário, deve ocorrer em mercado organizado, salvo as exceções previstas no artigo 59 da ICVM 461. Assim, caso um intermediário queira realizar o cruzamento de ordens de seus clientes de forma interna, este deve obter um registro na CVM como administrador de mercado organizado.
A CVM, a partir da publicação do Ofício-Circular nº 8/2020-CVM/SMI, de 1° de dezembro de 2020, possibilitou que os intermediários possam desenvolver sistemas eletrônicos de busca de contrapartes, desde que: (i) envolvam ofertas de tamanho superior à quantidade mínima estabelecida pelo administrador de mercado, (ii) as ofertas não possam ser atendidas imediatamente pelo livro de negociação disponibilizado pelo administrador de mercado, (iii) seja utilizado por clientes previamente cadastrados para uso desse sistema, (iv) as regras desse sistema eletrônico sejam divulgadas ao público anteriormente à sua entrada em funcionamento; (v) não haja interação competitiva entre as ofertas e estas sejam atendidas individualmente, sendo que

No Brasil, o mercado de valores mobiliários tem se tornado relevante para as finanças individuais, com o crescente número de investimentos feitos por pessoas físicas, havendo aumento do número de investidores cadastrados para operar na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (B3)[34], os quais estão em busca de proteção e de melhor remuneração ao seu capital, muito por conta do atual ciclo brasileiro de baixa nos juros[35-36].

Abaixo, verifica-se gráfico da evolução do número de investidores em renda variável nos últimos 10 anos na B3[37]:

manifestações de outros clientes para atender tal oferta sejam descartadas, caso não fechem negócio com a oferta original; e (vi) haja regra de funcionamento do sistema sobre determinação do preço, de forma a beneficiar ambas as partes do negócio. Referido ofício está disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0820.html. Acesso em: 12 jun. 2021.
Outra exceção à internalização de ordens é o chamado "call de mesa", que é uma expressão utilizada pelo mercado para designar a negociação de valores mobiliários fora dos mercados organizados, visando atender demandas de clientes por valores mobiliários não listados em bolsa. Tal prática é organizada pelos intermediários para que clientes, em uma interação competitiva de ofertas de compra e venda, negociem valores mobiliários. Como tais valores mobiliários não estão listados em bolsa, não há infração ao artigo 59 da ICVM 461. Os contornos sobre essa atividade foram dados pela BSM, por meio do Comunicado Externo da B3 n° 001/2020-VOP-BSM, de 8 de outubro de 2020, após concordância da CVM. Este ofício está disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/#panel4a. Acesso em 12 jun. 2021.

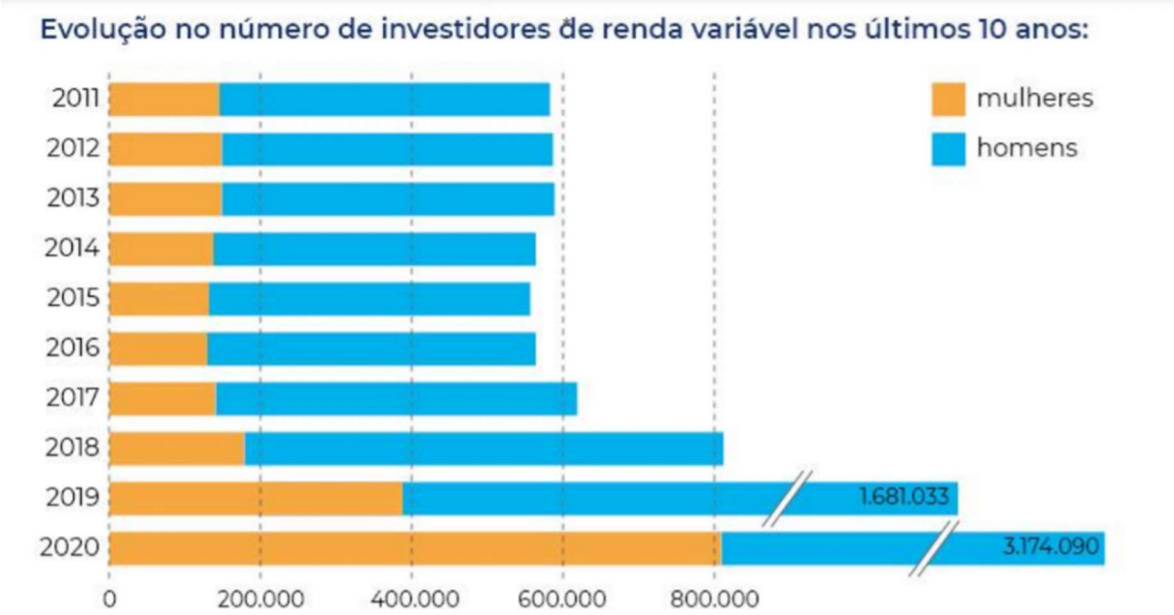
[34] Em julho de 2019, a B3 alcançou 1 milhão de investidores em produtos de renda variável. Em abril de 2020, o total de pessoas físicas com recursos na depositária de renda variável da B3 chegou a 2 milhões. Ao final de 2020 eram 3,2 milhões de pessoas físicas na B3. Informações disponíveis em: http://www.b3.com.br/pt_br/noticias/pessoa-fisica.htm e https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5fd7b7d8-54a1-472d-8426-eb896ad8a3c4/1653a225-a442-0f99-f358-3467a2b5c2cf?origin=1. Acesso em: 12 jun. 2021.

[35] Nesse sentido, notícias publicadas pela imprensa brasileira demonstram esse cenário de ida de novos investidores para o mercado de valores mobiliários como, por exemplo: https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2019/11/04/juro-baixo-empurra-investidor-para-bolsa-especialistas-indicam-atalhos.htm. Acesso em: 10 mai. 2020.

[36] Outros fatores econômicos podem influenciar na decisão dos investidores em alocarem suas poupanças no mercado de valores mobiliários como, por exemplo, a baixa inflação. Em 2021, estamos passando por um cenário de aumento da taxa de juros para controle, principalmente, da inflação. Até o momento, não há sinais de diminuição do número de investidores pessoas físicas na B3, já que, conforme dado publicado pela B3, em 4 de junho de 2021, havia 3.738.203 de investidores com custódia na B3. Informação disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/faixa-etaria/. Acesso em: 13 jun. 2021.
A proposta de reforma tributária divulgada em junho de 2021 pelo Governo Federal poderá alterar decisões de investimento e atração de novos investidores, mas ainda se está no campo da especulação sobre os reais efeitos que tal proposta, se for transformada em lei, terá no mercado secundário de valores mobiliários.

[37] Gráfico disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/DE/47/57/09/B3866710D32004679C094EA8/Pesquisa%20PF_Apresentacao_final_11_12_20_.pdf. Acesso em: 13 jun. 2021.

Figura 1 - gráfico de evolução da quantidade de investidores na B3



Fonte: B3

Assim, dada a relevância da intermediação e seu papel no mercado, conforme explicado anteriormente, esta dissertação tem como objetivo identificar e analisar os deveres mais específicos que são imputados aos intermediários do mercado de valores mobiliários, demonstrando formas para o cumprimento desses deveres.

Para isso, será feito um recorte metodológico, no qual a identificação e análise desses deveres ficará circunscrita ao mercado secundário, em que ocorrem as negociações entre investidores, com valores mobiliários já existentes, ou seja, que já foram emitidos no mercado primário.

O mercado secundário tem extrema relevância, pois gera liquidez e permite o retorno do capital investido ao poupador original[38-39].

---

[38] MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p. 22.

[39] Nesse sentido é a precisa observação de Tullio Ascarelli, citada por Rodrigo Tellechea: "A função da bolsa não se resume em facilitar o colocamento das ações no momento da constituição da sociedade anônima, mas também em permitir a sucessiva revenda das ações e, portanto, a sua contínua circulação. É justamente a possibilidade de revenda que facilita a aquisição de cada bem que não seja adquirido para consumo. Assim para as ações tanto é mais fácil a sua aquisição quanto maior é a possibilidade de uma revenda, e é a condição necessária para a difusão das ações no público e a difusão das ações no público constitui por sua vez o meio pelo qual as sociedades anônimas podem chegar a preencher sua função. Naturalmente este mercado está em função da quantidade de economias disponíveis, mas por outro lado é fácil observar que sem mercado de bolsa é impossível o investimento e ações daquela parte das economias que com êle poderia fluir. Trata-se, com efeito, dos elementos que reciprocamente se condicionam: a economia financeira cria o mercado, e o mercado permite às economias existentes manifestarem-se e empregarem-se em ações". ASCARELLI, Tulio. **Usos e abusos das sociedades anônimas**. Revista Forense. Vol. 38, n° 460/462, Out/Dez, 1941, p. 9. *In* TELLECHEA, Rodrigo. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 508.

A não inclusão do mercado primário se dá pelas diferenças regulatórias e práticas em relação ao mercado secundário, com normativos diversos e a existência de outros tipos de deveres específicos, já que no mercado primário os intermediários exercem funções díspares daquelas que ocorrem no mercado secundário[40].

Exemplo disto é que as operações no mercado primário ocorrem em ambiente de balcão não organizado[41-42], enquanto as demais transações (de mercado secundário) ocorrem em ambiente organizado (bolsa de valores e balcão organizado)[43].

A análise dos deveres dos intermediários será dividida de acordo com o momento em que esses deveres surgem durante o ciclo de negociação de um valor mobiliário no mercado secundário.

No presente trabalho não serão abordados os deveres dos agentes autônomos de investimentos, que apesar de também serem entidades que participam do sistema de intermediação no mercado secundário de valores mobiliários, estes agem como prepostos[44]

---

[40] Por se tratar de uma oferta voltada ao público com a intensão de captar recursos dos poupadores, há regras, por exemplo, voltadas à propagação de informações, divulgação de material publicitário e sobre dados do ofertante (tomador de recursos) que seguem uma lógica específica. Nesse sentido, verificar Instrução CVM n° 400/2003.

[41] Conforme expõe Margareth Noda: "No Brasil, a distribuição de valores mobiliários ocorre em mercado de balcão não organizado, uma vez que há intervenção, na condição de intermediário, de integrante do sistema de distribuição sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado de bolsa ou balcão".
NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 18.

[42] Em termos comparativos, o mercado de balcão não organizado é equivalente ao chamado *over-the-counter market* ou OTC existente nos Estados Unidos da América, conforme palavras de Rodrigo Tellechea, que inclusive cita a seguinte passagem de Louis Loss e Joel Seligman sobre o mercado de OTC: "All stocks not trading on a stock exchange trade in the over-the-counter (OTC) market. There is no undistributed middle here. Several distinct types of securities trading occur within the OTC market, ranging from United States Treasury bonds and notes to corporate bonds to stock. As distinguished from the stock exchanges, OTC trading is not centralized on a discrete number of floors. Instead OTC dealers may become marketmakers in a security primarily by signifying an intent to deal in that security". LOSS, Loius. SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of Securities Regulation**. 5th ed. New York: Aspen Publishers, 2004, p. 753). TELLECHEA, Rodrigo. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 516.

[43] Exceção, é claro, existe em relação às operações privadas que ocorrem entre particulares (pessoas físicas ou jurídicas), sem a intervenção de participante do sistema de distribuição previsto no artigo 15 da Lei 6385/76.

[44] Conforme disposto no artigo 1º da Instrução CVM n° 497/2011 (ICVM 497): "Agente autônomo de investimento é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de: [...]". Cabe ressaltar que a ICVM 497 foi revogada pela Resolução CVM n° 16/2021, a qual não alterou o texto normativo. Referido artigo 1º da ICVM 497 corresponde ao artigo 1º, §1º, da Resolução 16 da CVM.
A CVM, de modo a se adequar ao Decreto n° 10.139/2019, da Presidência da República, que trata da revisão e da consolidação dos atos normativos inferiores a decreto, editados por órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional, passou a consolidar os atos editados pelo Colegiado para regulamentação das matérias previstas na Lei 6385/76 e na Lei n° 6.404, de 31 de dezembro de 1976 (Lei 6404/76), assim como no exercício de outras competências normativas, por meio de Resoluções.
Outro destaque a ser feito é que a CVM, por meio da Audiência Pública SDM nº 3/2019, solicitou aos interessados a manifestação sobre opções regulatórias que envolvem a modernização da ICVM 497 (atual

de corretoras e distribuidoras, as quais devem estender aos agentes autônomos as mesmas regras, procedimentos e controles internos por elas adotados e têm a responsabilidade de fiscalizá-los[45]. Assim, grande parte dos deveres que são atribuídos às corretoras e distribuidoras valerá, por consequência, aos agentes autônomos de investimentos.

Portanto, toda essa gama de deveres precisa ser identificada e analisada, para verificar-se qual é o papel esperado dos intermediários pela regulação do mercado de valores mobiliários e como os intermediários devem cumprir com essas obrigações.

Resolução CVM n°16). Essa audiência recebeu comentários e encontra-se em análise pela CVM. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 21 dez. 2020.

[45] Conforme disposto no artigo 17 da ICVM 497: "A instituição integrante do sistema de distribuição deve: I - estender aos agentes autônomos de investimento por ela contratados, diretamente ou por meio de pessoa jurídica, na forma do art. 2º, a aplicação das regras, procedimentos e controles internos por ela adotados; II - fiscalizar as atividades dos agentes autônomos de investimento que atuarem em seu nome de modo a garantir o cumprimento do disposto nesta Instrução e nas regras e procedimentos estabelecidos nos termos do inciso I; [...]". Referido artigo corresponde ao artigo 22 da Resolução CVM nº 16.

1. O MERCADO SECUNDÁRIO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Para iniciar esta dissertação a respeito dos deveres dos intermediários, é importante identificar e contextualizar o ambiente em que os intermediários desenvolvem as suas atividades.

O mercado secundário é um segmento do mercado de valores mobiliários, o qual está inserido no âmbito do mercado de capitais que, por sua vez, faz parte do sistema financeiro nacional.

Desta forma, para melhor compreensão do que é o mercado secundário e quais as suas características, inicia-se a análise pela verificação do conceito de sistema financeiro, ambiente mais amplo em que o mercado de valores mobiliários está inserido[46], até se chegar ao mercado mais específico, o mercado secundário.

A definição comumente encontrada sobre o sistema financeiro nacional é que este seria um conjunto de instituições e instrumentos que regulamentam e fiscalizam seus participantes, e tem por finalidade viabilizar o fluxo financeiro entre os poupadores e os tomadores de recurso, com o intuito de que o tomador possa ter capital para realizar seus investimentos e os poupadores possam emprestar seu capital excedente e serem remunerados por isso[47-48-49].

Além disso, o sistema financeiro também age como instrumento de repartição e administração de riscos, uma vez que o poupador poderá dividir o risco da atividade exercida pelo tomador, ao assumir uma posição de acionista numa companhia, ou poderá realizar uma proteção financeira por meio dos instrumentos disponíveis no mercado financeiro, como os derivativos, por exemplo[50].

---

[46] Por mais amplo, poderia até se entender a análise da ordem econômica e financeira disposta no Título III da Constituição Federal. Porém, por conta da especificidade do tema abordado nessa dissertação, o qual é voltado para o mercado secundário de valores mobiliários, tal digressão ampliaria demasiadamente o escopo dessa dissertação, o que não é o objetivo, conforme Introdução.

[47] ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. **Mercado financeiro - aspectos conceituais e históricos**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 37.

[48] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. p. 30. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

[49] PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 36.

[50] YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. p. 26-29.

Por fim, o sistema financeiro também proporciona mecanismos de liquidez, já que os titulares de valores mobiliários e de instrumentos financeiros podem transferir suas posições, convertendo seu investimento em dinheiro, e repassando-as para terceiros[51-52].

Verifica-se que o gênero sistema financeiro compreende duas espécies, o mercado financeiro em sentido estrito (também chamado de mercado de crédito ou de mercado bancário) e o mercado de capitais[53-54].

Especificamente sobre o mercado de capitais, verifica-se que não há uma conceituação normativa, e a doutrina procura identificá-lo por meio de suas características e pela natureza dos instrumentos financeiros nele transacionados.

Uma das características do mercado de capitais é que o fluxo financeiro entre poupadores e tomadores é feito de forma direta, a partir da emissão, pelo tomador, de títulos de obrigações primárias ou de participação societária, tendo o intermediário uma função de aproximar e facilitar a interação entre os poupadores e tomadores[55-56].

Outra característica que se destaca no mercado de capitais é que este envolve "principalmente negócios de 'participação', uma vez que o retorno do investimento por parte do acionista [poupador] está em regra relacionado à lucratividade da companhia emissora dos títulos [tomadora de recursos]"[57] (o que caracteriza este mercado como sendo de risco), podendo o investidor liquidar a sua posição no momento que desejar, caso haja liquidez ou contraparte para tanto[58].

---

[51] Conforme mencionado por: PITTA, Andre Grunspun. **A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários.** São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 54.

[52] Esta função, como será visto, se aplica diretamente ao mercado secundário de valores mobiliários, sendo uma das suas principais atribuições.

[53] Conforme menciona Andre Grunspun Pitta: "essas subdivisões, embora apresentem importância didática, são cada vez menos estanques, especialmente em função do processo de modernização, sofisticação e integração dos agentes e dos produtos financeiros que compõem cada um desses mercados".
PITTA, Andre Grunspun. **A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 54.

[54] Alguns autores subdividem o sistema financeiro em quatro espécies: (i) mercado monetário ou aberto; (ii) mercado de câmbio (ou mercado de divisas); (iii) mercado de crédito (ou mercado bancário); e (iv) mercado de capitais.
EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: **regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 7-8.

[55] ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. **Mercado financeiro - aspectos conceituais e históricos**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007. p. 4-5.

[56] A respeito da função dos intermediários, isto será tratado em outro tópico desta dissertação.

[57] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: **regime jurídico**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 8

[58] Além dos negócios de participação, cita-se os negócios envolvendo proteções de risco, com o uso de derivativos, os negócios de arbitragem e as negociações via operações *day trade*, que visam lucros rápidos em busca de oscilações momentâneas do mercado.

Em uma visão semelhante, Alan Palmiter traz as seguintes características sobre o mercado de capitais:

> *Capital formation: Securities markets bring together capital-laden investors and capital-needy business, whether through the issuance of equity securities (common stock and preferred stock) or debt securities (bond, debentures, notes and commmercial paper).*
> *Liquidity: Securities market bring together investors wishing to sell (or liquidate) their investment and new investors willing to buy. Liquidity, the ability to sell readily an investment instrument, is an important attribute of securities, and its availability often determines whether investors will invest in the first place.*
> *Risk management: Securities market permits investors to minimize risk by diversifying and hedging their investments. By purchasing a basket of securities with different risks, investors can create a diversified portfolio whose overall risk is lower than the separate risks of its components. By purchasing derivatives, investors can lock in investment gains and set floors on investment losses. [...]*
> *Securities markets also produce a collateral benefit - the revelation of prices for specific companies and for the overall economy.*[59]

Em relação aos instrumentos financeiros que são transacionados no mercado de capitais, verifica-se a existência de três tipos: (i) os valores mobiliários, (ii) os títulos públicos e (iii) os títulos cambiais.

Os valores mobiliários[60] são aqueles dispostos no artigo 2° da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976[61] (Lei 6385/76), cabendo à CVM supervisionar a sua emissão e distribuição no mercado (artigo 1°, inciso I, da Lei 6385/76[62]).

---

[59] PALMITER, Alan R. **Securities regulation**. 7ª ed. New York: Wolters Kluwer Legal & Regulatory U.S., 2017. Edição Kindle.

[60] A definição de valor mobiliário é uma das tarefas mais complexas, já que o legislador optou por não trazer esta definição na norma, mas uma lista sobre quais títulos seriam considerados valores mobiliários. Por esta razão, o termo "valores mobiliários", nesta dissertação, se refere aos ativos listados no artigo 2° da Lei 6385/76. Para aprofundamento sobre o conceito de valor mobiliário, confira: 1) MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015, v. 1 e 2. 2) CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura; COPOLA, Marina. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. 3) COMPARATO, Fábio Konder. **As ações de sociedade anônimas como valores mobiliários: natureza e efeitos do registro acionário.** *In* **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

[61] Art. 2° São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

[62] Art. 1° Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;

Os títulos da dívida pública são aqueles ativos emitidos pelos tesouros nacional, estaduais ou municipais para financiar os déficits orçamentários dos respectivos governos, sendo as Letras e Notas do Tesouro Nacional as modalidades mais conhecidas[63]. Tais títulos não são considerados valores mobiliários e estão fora da supervisão da CVM, conforme determinação expressa do artigo 2°, §1°, inciso I, da Lei 6385/76[64], cabendo ao Banco Central do Brasil (BACEN) a sua fiscalização[65].

Na mesma linha, estão os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras[66], que não são considerados valores mobiliários e, portanto, são fiscalizados pelo BACEN e, não, pela CVM (artigo 2°, §1°, inciso II, da Lei 6385/76[67]), com exceção das debêntures, que está no rol de valores mobiliários do artigo 2° da Lei 6385/76.

Desta forma, verifica-se que o mercado de valores mobiliários foi separado do mercado de capitais, sendo delimitado pelo seu objeto, ou seja, os ativos definidos como valores mobiliários no artigo 2° da Lei 6385/76, sendo expressamente excluídos desse mercado os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais[68].

Nesse mesmo sentido, Roberto Quiroga Mosquera afirma que:

> Cumpre frisar, em particular, que o Banco Central do Brasil é o responsável pela fiscalização do mercado financeiro, enquanto o mercado de valores mobiliários é fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários. Melhor dizendo, com exceção dos valores mobiliários e seus respectivos mercados sujeitos à fiscalização pela CVM, todos os demais são de atribuição do Banco Central do Brasil. Possui este, portanto, uma competência residual. Fica claro, pois, que a Comissão de Valores Mobiliários dispõe de competência para disciplinar o mercado no qual são negociados os valores mobiliários [...] [do artigo 2º da Lei 6385/76]. Trata-se de competência restrita e taxativa. O mercado onde se negociam os demais valores mobiliários devem ser fiscalizados pelo Banco Central do Brasil. Em outras palavras, podemos afirmar que a Comissão de Valores Mobiliários disciplina um mercado de valores mobiliários restrito, isto é, definido em lei, enquanto o Banco Central do Brasil regulamenta um mercado de capitais residual e, em tese, mais amplo. Daí por que, afirmamos [...] que

---

[63] Tais títulos são negociados, por exemplo, por meio do programa Tesouro Direto do Governo Federal.

[64] Art. 2° São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] §1° Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

[65] O artigo 3°, §1° da Lei 6385/76, é expresso ao mencionar que a fiscalização do mercado financeiro e de capitais continuará a ser exercida, nos termos da legislação em vigor, pelo BACEN. Assim, como os títulos da dívida pública e os títulos cambiais de responsabilidade das instituições financeiras estão ressalvados na Lei 6385/76 para afastar a competência da CVM, logo a competência para fiscalizá-los é do BACEN.

[66] Sobre os principais títulos emitidos por instituições financeiras consultar: YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

[67] Art. 2° São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: [...] §1° Excluem-se do regime desta Lei: [...] II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

[68] ARAUJO, Danilo Borges dos Santos. **Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira**. *In* ARAUJO, Danilo Borges dos Santos (org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015. Edição Kindle.

> a Lei nº 4.728/65, naquilo que diz respeito aos valores mobiliários de competência do Banco Central do Brasil, está em pleno vigor e eficaz.[69]

Portanto, o mercado de valores mobiliários é considerado como aquele em que são negociados os ativos expostos no artigo 2° da Lei 6385/76, fiscalizado pela CVM, o qual permite a captação de recursos pelas empresas diretamente dos investidores, a gestão de risco financeiro dessas partes e a possibilidade de conversão da participação do poupador no tomador em dinheiro (liquidez)[70].

O mercado de valores mobiliários, por sua vez, apresenta dois segmentos, chamados de primário e secundário. Essa divisão ocorre em função da existência prévia ou não dos valores mobiliários para negociação ao público investidor[71-72].

É no mercado primário que ocorre a emissão e distribuição de valores mobiliários, no qual os agentes superavitários destinam seus recursos diretamente aos agentes deficitários, cumprindo assim umas das funções econômicas do sistema financeiro, a de viabilizar o fluxo entre poupadores e tomadores de recursos[73].

Em contrapartida a este financiamento, os agentes superavitários recebem uma remuneração futura, porém incerta, em forma de dividendo, rendimento, juros etc., já que esta remuneração depende do desempenho da atividade econômica desenvolvida pelo agente deficitário[74].

---

[69] MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Dialética, 1999. pp. 44 e 46.

[70] Para outras definições pode-se consultar as citações feitas por Danilo Borges dos Santos Gomes de Araujo. ARAUJO, Danilo Borges dos Santos. **Mercado de capitais: definição, funções, objetivos e histórico da regulação brasileira**. *In* ARAUJO, Danilo Borges dos Santos (org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015. Edição Kindle.

[71] SANTOS, Aline de Menezes. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 26.

[72] Em relação às ações, por exemplo, os valores mobiliários de um emissor já podem estar sendo negociados no mercado secundário e, mesmo assim, este emissor pode realizar novas emissões de novos valores mobiliários, por meio de um *follow-on*, ou o acionista controlador do emissor pode se desfazer da totalidade ou grande parte de sua posição nesse *follow-on*.

[73] Vale ressaltar, que no mercado primário o ofertante pode realizar uma oferta primária, na qual o dinheiro resultante da venda dos valores mobiliários irá para o próprio emissor, ou uma oferta secundária, em que o dinheiro irá para o investidor detentor desses valores mobiliários antes da realização da oferta.

[74] De forma resumida, Margareth Noda apresenta o conceito de mercado primário: "No mercado primário se dão as emissões públicas de valores mobiliários, ou seja, em operações desse mercado os emissores captam a poupança popular que se transformará em investimento da companhia emissora, ao passo que os subscritores dos valores mobiliários passam a ter participação nos resultados da emissora, se subscritores de ações, ou passam a ser credores da companhia emissora, se subscritores de debêntures ou notas promissórias comerciais". NODA, Margareth. **Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários.** 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) - Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 21.

A distribuição de valores mobiliários do mercado primário ocorre em ambiente de balcão não organizado[75], por meio das ofertas públicas iniciais, reguladas pela Instrução CVM n° 400/2003 (ICVM 400) e Instrução CVM n° 476/2009 (ICVM 476)[76].

Enquanto isso, no mercado secundário, há a negociação dos ativos entre os investidores, de forma contínua[77]. É uma negociação entre poupadores, com o mercado secundário exercendo a função de dar liquidez ao mercado primário e, também, de permitir que os agentes façam a gestão de risco[78], por meio da formação de um portfólio de ativos variados, incluindo derivativos[79].

---

[75] Conforme artigo 4° da ICVM 461: Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.
Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

[76] Há outras instruções da CVM que tratam de oferta pública de valores mobiliários específicos, como as Instruções n° 414, 422, 472, 566, 569, 588, 600 e 602, por exemplo.
No momento, há uma audiência pública em aberto pela CVM para discutir o regime de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, cujo prazo se manifestação se encerra em 8 de julho de 2021 (Audiência Pública SDM n° 2/21). Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em: 5 jun. 2021.

[77] Conforme Marcelo Godke Veiga: "Os mercados secundários de valores mobiliários originaram-se nas ruas. Negociadores - que hoje são chamados de 'corretores', mas já foram apelidados de 'zangões' - reuniam-se diariamente em algum lugar já tradicionalmente visto como ponto de encontro daqueles que buscavam comprar e vender títulos. Com o passar do tempo, tais negociadores perceberam a importância de se organizarem e saírem das ruas e surgem, assim, as bolsas de valores. O exemplo clássico é o da New York Stock Exchange, que se originou do chamado 'Buttonwood Agreement', celebrado em 17 de maio de 1792, embaixo de uma árvore localizada em frente ao número 68 de Wall Street - local onde as negociações tomavam forma".
Marcelo Godke Veiga também apresenta o histórico do mercado secundário de valores mobiliários no Brasil, o qual divide em quatro fases: 1ª) vinda da Família Real portuguesa para o Brasil. Em razão da necessidade de financiar o Estado, criou-se o primeiro Banco do Brasil, em 1808, que, para financiar as suas atividades creditícias, emitiu títulos, que passaram a ser negociados no mercado secundário. 2ª) Advento da Lei 4728/65, que abriu o mercado para novos corretores, que passaram obter autorização junto ao BACEN. 3ª) Edição da Lei 6385/76 e da LSA, que modernizaram a legislação societária e do mercado de valores mobiliários, com a criação da CVM. 4ª) Criação dos níveis de governança pela Bovespa, principalmente o Novo Mercado, a consolidação de bolsas menores pela Bovespa, a desmutualização da Bovespa e BM&F, com as respectivas aberturas de capital, culminando na integração das duas bolsas na BM&FBOVESPA (atualmente, pode-se dizer que vive-se uma quinta fase, essa não capturada por Marcelo, em razão da data de publicação de seu estudo, que é a integração da BM&FBOVESPA com a CETIP, criando a B3 e a consolidação do mercado de bolsa com o mercado de balcão organizado no Brasil, podendo-se agregar a evolução tecnológica e as criptomoedas, que poderão dar novas dinâmicas ao mercado secundário).
VEIGA, Marcelo Godke. **O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas**. *In* ARAUJO, Danilo Borges dos Santos (org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015. Edição Kindle.

[78] Sobre a questão da gestão de risco em mercado futuro e de derivativos, confira: YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009; e LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. I. São Paulo: Editora Singular, 2004. pp. 3-22.

[79] Margareth Noda também apresenta seu conceito de mercado secundário: "As operações realizadas no mercado secundário caracterizam-se pelo não ingresso de recursos para o emissor, já que não há emissão de valores mobiliários. Ocorre, portanto, uma mera negociação desses valores mobiliários entre investidores sem reflexos no caixa da companhia emissora."

As negociações no mercado secundário ocorrem nos sistemas de negociação da bolsa de valores e do balcão organizado[80]. Há a possibilidade de as negociações ocorrerem em mercado de balcão não organizado, se o valor mobiliário não for admitido à negociação em mercado organizado, ou nas situações excepcionais citadas no artigo 59 da ICVM 461[81].

Vale lembrar que a dinâmica de negociação no mercado de balcão organizado ocorre de maneira diferente da dinâmica do mercado de bolsa, como nos lembra Cícero Augusto Vieira Neto:

> A negociação de contratos de balcão é feita de forma privada, por telefone ou outros meios de comunicação. Em muitas situações, as partes interessadas, querendo preservar o anonimato, solicitam o apoio de um corretor para colher informações no mercado sobre as condições de oferta e demanda de um determinado contrato.
> Após o fechamento do negócio, ocorre o seu registro [na B3]. De acordo com a regulamentação em vigor no Brasil, todo contrato derivativo de balcão negociado por instituição financeira ou por entidade a ela equiparada deve ser registrado em sistema autorizado pelo BC ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).[82]

Apesar das diferenças apontadas entre o mercado primário e o secundário, estes se complementam. Roberto Quiroga Mosquera resume estas diferenças apontando que o mercado primário e o mercado secundário "exercem funções distintas dentro do mercado de capitais. Aquele coloca o capital na mão de quem dele precisa; este permite o retorno do capital investido ao poupador original"[83].

NODA, Margareth. **Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários.** 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) - Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 21.

[80] Conforme esclarece Margareth Noda: "A Lei n° 6385/1976 não diferenciou conceitualmente tais mercados [de bolsa de valores e de balcão organizado]. Tampouco o fez a Instrução CVM n° 461/2007. Esta última, no entanto, adotou uma abordagem classificatória ao estabelecer determinadas características somente admitidas para os mercados de balcão organizados. [...] Para essa classificação o regulador considera as regras adotadas nos ambientes ou sistemas de negociação para a formação de preços, o volume operado nos ambientes e sistemas e o público investidor visado pelo mercado".
NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

[81] Art. 59. É vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos, exceto nas seguintes hipóteses: I – negociações privadas; II – distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição; III – integralização de cotas de fundos e clubes de investimento, nas hipóteses admitidas na regulamentação específica; IV – evento societário que determine ou permita a substituição ou permuta do valor mobiliário por outro; V – alienação em oferta pública de aquisição; e VI – em outras hipóteses expressamente previstas em regulamentação baixada pela CVM.

[82] NETO, Cícero Augusto Vieira. **Administração de risco de derivativos no Brasil**: mercados de bolsa e de balcão. *In* GARCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (org.). **Risco e regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. p. 283.

[83] MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1999. p. 22.

Segundo Shane Corwin, Jeffrey Harris e Marc Lipson, um mercado secundário líquido é essencial para uma oferta pública inicial (IPO) de valores mobiliários ocorrer, sendo que um mercado líquido pode representar, para os investidores, redução nos custos de transação e menor volatilidade no momento de negociarem as ações adquiridas em um IPO[84].

Já Aline de Menezes Santos apresenta a interdependência entre estes segmentos do mercado de valores mobiliários da seguinte forma:

> A perspectiva de formação de um bom mercado secundário é um fator importante de sucesso nas distribuições primárias. Daí porque o esforço para viabilizar que os potenciais subscritores de um ativo disporão de um mercado secundário líquido, ou seja, de uma saída, caso precisem desfazer-se de suas posições, é fundamental nas distribuições primárias [...].[85]

Essa interdependência entre os mercados primário e secundário mostra que tais mercados fazem parte de uma única cadeia, conhecida como "*value chain*"[86]. A tradução literal deste termo, "cadeia de valor", não representa o seu real significado. Assim, para esta dissertação, o termo será traduzido como ciclo de negociação de um valor mobiliário, o qual se inicia com a emissão do valor mobiliário no mercado primário (*issuance*[87]).

Após emitido, o valor mobiliário passa a ser negociado no mercado secundário, em um bolsa de valores ou balcão organizado, o que dá início ao processo de negociação (*trade processing*). Nesta fase do processo de negociação, verificam-se cinco etapas: 1) pré-negociação (*pre-trade*), 2) negociação (*trade*), 3) pós-negociação (*post-trade*), 4) liquidação (*clearing*) e 5) compensação (*settlement*).

Por fim, pode-se acrescentar uma última etapa no ciclo de negociação, que é a custódia/depósito do valor mobiliário (*asset servicing* ou *issue servicing*). Por se tratar de um ciclo, após chegar nessa última etapa, o valor mobiliário pode retornar para o processo de negociação, passando novamente pelas cinco etapas acima mencionadas, chegando

---

[84] CORWIN, Shane A.; HARRIS, Jeffrey H.; LIPSON, Marc L. **The Development of Secondary Market Liquidity for NYSE-listed IPOs**. Forthcoming, Journal of Finance. 2002. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301092. Acesso em: 5 jun. 2021.

[85] SANTOS, Aline de Menezes. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 27.

[86] Esta expressão é utilizada na indústria norte-americana, conforme tratado por Hal McIntyre: MCINTYRE, Hal. **How the U.S. securities industry works**. 3rd ed. New York: The Summit Group Press, 2007. p. 3.

[87] Segundo Hal McIntyre: "*The trade life cycle starts with the creation of an instrument through a process called issuance, or underwriting, which often involves the creation of a new security that is distributed through an Initial Public Offering (IPO)*".
MCINTYRE, Hal. **How the U.S. securities industry works**. 3rd ed. New York: The Summit Group Press, 2007. p. 3.

novamente para ser custodiado/depositado. Isso dependerá das decisões de negócio do investidor.

Cada uma destas fases do ciclo tem a participação de vários indivíduos e instituições, tais como os investidores, os emissores, bancos de investimentos, intermediários, administradores de mercados organizados, custodiantes, centrais depositárias, escrituradores câmaras de compensação e liquidação, etc., que possuem papéis, deveres e responsabilidades diferentes.

Portanto, trata-se de um mercado complexo, com diversas nuances e relações jurídicas. Nesta dissertação, por conta do corte metodológico feito, analisaremos os deveres dos intermediários no mercado secundário.

2. OS INTERMEDIÁRIOS QUE ATUAM NO MERCADO SECUNDÁRIO

Delimitado o objeto de análise do ambiente em que os intermediários desenvolvem suas atividades, há a necessidade de discorrer sobre quem são os intermediários que atuam neste mercado, para, posteriormente, identificar e analisar os seus deveres.

A CVM define intermediário como "a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários" (artigo 1°, inciso I, da ICVM 505)[88-89].

Os intermediários que atuam no mercado secundário são as sociedades corretoras de valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de valores mobiliários[90], que fazem parte do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme dispõe o artigo 15 da Lei 6385/76[91].

Por sistema de distribuição entende-se "a estrutura no âmbito da qual ocorrem os processos de emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários"[92]. Assim, atividades como as ofertas públicas de distribuição, as negociações e a intermediação realizadas em bolsa ou balcão, a compensação e a liquidação dessas negociações, como também as ofertas públicas de aquisição são realizadas por intermédio desse sistema. Por conta do corte metodológico desta dissertação, as análises recairão sobre os intermediários - corretoras e distribuidoras - nas suas atividades no mercado secundário.

As corretoras e distribuidoras são consideradas instituições financeiras por equiparação, conforme artigo 18, §1° da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964[93] (Lei

---

[88] Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução: I – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

[89] Esta mesma definição está no artigo 2°, inciso VII, da Resolução CVM n° 35.

[90] Há também os agentes autônomos de investimentos, mas estes não fazem parte do escopo deste trabalho, conforme informado na parte introdutória.

[91] Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria; III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão; IV - as bolsas de valores. V - entidades de mercado de balcão organizado; VI - as corretoras de mercadorias, os operadores especiais e as Bolsas de Mercadorias e Futuros; e VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

[92] TANNOUS, Thiago Saddi. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 344.

[93] Art. 18 [...] §1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as

4595/64). Tal equiparação também pode ser verificada no artigo 52 da Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974[94] (Lei 6024/74) (que trata da intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras), no artigo 1°, §1°, incisos II e III, da Lei Complementar n° 105/2001[95] e no artigo 1° da Lei n° 7.492, de 16 de junho de 1986 (Lei 7492/86)[96] (que dispõe sobre os crimes contra o sistema financeiro nacional).

A presença das corretoras e distribuidoras na intermediação do mercado secundário é obrigatória, haja visto o disposto no artigo 8º da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (Lei 4728/65)[97] e no artigo 2º da ICVM 505[98-99].

O artigo 51 da ICVM 461[100] também preconiza que somente os intermediários podem realizar operações nos mercados organizados de bolsa e balcão. Nos termos de referida instrução, os intermediários são denominados de pessoas autorizadas. Segundo o artigo 11 da ICVM 461[101], considera-se pessoa autorizada a operar, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado.

---

bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

[94] Art. 52. Aplicam-se as disposições da presente Lei as sociedades ou empresas que integram o sistema de distribuição de títulos ou valores monetários no mercado de capitais (artigo 5º, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965), assim como as sociedades ou empresas corretoras de câmbio.

[95] Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados.

§1º São consideradas instituições financeiras, para os efeitos desta Lei Complementar: [...] II – distribuidoras de valores mobiliários; III – corretoras de câmbio e de valores mobiliários; [...]

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

Parágrafo único. Equipara-se à instituição financeira: I - a pessoa jurídica que capte ou administre seguros, câmbio, consórcio, capitalização ou qualquer tipo de poupança, ou recursos de terceiros; II - a pessoa natural que exerça quaisquer das atividades referidas neste artigo, ainda que de forma eventual.

[97] Art. 8º A intermediação dos negócios nas Bôlsas de Valôres será exercida por sociedades corretoras membros da Bôlsa, cujo capital mínimo será fixado pelo Conselho Monetário Nacional.

[98] Art. 2º A intermediação de operações em mercados regulamentados de valores mobiliários é privativa de instituições habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

[99] Esta mesma redação está no artigo 3° da Resolução CVM n° 35.

[100] Art. 51. As operações em um mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar em tal mercado.

[101] Art. 11. Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado.

Parágrafo único A atuação de que trata o caput pode se dar, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora de mercado organizado: I – por intermediários, em nome próprio e de terceiro; II – por operadores especiais, em nome próprio ou de intermediário; III – em nome próprio, por outras pessoas jurídicas, ou fundos de investimento, diretamente e sem a necessidade da intervenção de intermediário.

Tendo em vista que é a própria entidade administradora do mercado organizado que outorga a autorização ao intermediário para atuar em seus ambientes, a B3, por meio de seu Regulamento de Acesso e Manual de Acesso[102], criou as regras de admissão do intermediário em seu ambiente, as quais serão tratadas adiante.

Assim, vigora no mercado secundário uma interveniência obrigatória do intermediário, com o intuito de viabilizar a realização das operações com valores mobiliários[103], tanto em nome próprio (esta atuação está prevista no artigo 15, inciso II, da Lei 6385/76[104]), como, principalmente, em nome de seus clientes, representando-os nas negociações (esta atuação está prevista no artigo 15, inciso III, da Lei 6385/76[105]).

Essa intervenção obrigatória fazia sentido em razão do modelo de negócios que existia antes da eletronificação das negociações. Antes de 2005, os pregões de bolsa eram realizados de maneira presencial, nos locais físicos das bolsas, o chamado pregão viva-voz[106]. O acesso a esses locais era permitido aos corretores e os clientes que desejavam negociar valores mobiliários tinham que emitir suas ordens para esses corretores, que as executavam e depois informavam os clientes.

Com o advento dos sistemas eletrônicos, os clientes passaram a enviar suas ordens por meio de plataformas disponibilizadas pelas corretoras, ganhando maior autonomia no envio de ordens, na gestão de sua carteira, no acesso a informações sobre os valores mobiliários etc.

---

[102] O Regulamento de Acesso e o Manual de Acesso da B3 estão disponíveis em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acesso em: 5 jun. 2021.

[103] Conforme expõe Roberto Quiroga Mosquera: "[...] a entidade financeira não se interpõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e aquele que está necessitado dela: o trânsito de recursos financeiros do detentor de poupança para o necessitado de financiamento dá-se diretamente. A instituição financeira insere-se na relação apenas como interveniente obrigatória, atuando como instrumento para viabilizar a realização das operações realizadas no âmbito do *mercado de capitais*. [...] A interveniência da instituição financeira nas operações realizadas no mercado de capitais faz-se imperativa, viabilizando a colocação dos títulos no mercado, a transparência das operações, a especialização da profissão, a distribuição eficiente dos valores mobiliários, a liquidez das operações e, especialmente, a racionalização do controle estatal".
MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no Mercado Financeiro e de Capitais.** São Paulo: Dialética, 1999. pp. 20 e 25.

[104] Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: [...] II - as sociedades que tenham por objeto a compra de valores mobiliários em circulação no mercado, para os revender por conta própria

[105] Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: [...] III - as sociedades e os agentes autônomos que exerçam atividades de mediação na negociação de valores mobiliários, em bolsas de valores ou no mercado de balcão

[106] A era dos pregões eletrônicos chegou ao território brasileiro em 1997, quando foi inaugurado o sistema Mega Bolsa, na então Bovespa e, em 2000, foi implantada a plataforma de negociação na então BM&F. Porém, o pregão viva-voz deixou definitivamente de existir, para se manter de forma exclusiva o pregão eletrônico, em 2005.
VEIGA, Marcelo Godke. **O mercado secundário de valores mobiliários, as bolsas**. *In* ARAUJO, Danilo Borges dos Santos (org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015. Edição Kindle.

Por isso, o papel do intermediário deixou de ser exclusivo de execução de ordens do cliente.

A respeito da atividade do intermediário como representante dos clientes, importante destacar a lição de Luiz Felipe Calabró:

> A relação entre intermediário e investidor é a que origina as ordens de compra e venda de valores mobiliários que serão inseridas no sistema de negociação, transformando-se em ofertas que, ao serem aceitas por uma contraparte, viram operações [...]. Faz-se mister, portanto, que essa relação seja estabelecida e mantida de forma segura e regular, conforme as regras e as melhores práticas do mercado.[107]

Nesse mesmo sentido, Taimi Haensel destaca a atividade dos intermediários junto aos seus clientes:

> [...] as corretoras, as distribuidoras e os agentes autônomos de investimento realizam a mediação do negócio, aproximando o investidor ofertante do investidor que deseja adquirir o valor mobiliário e vice-versa, operacionalizam o negócio no ambiente adequado (inserindo a ordem nos sistemas), promovem os procedimentos pertinentes, conforme o valor mobiliário e sistema de negociação específicos, quanto à troca de titularidade e tradição do bem (a exemplo da compensação, do registo, da liquidação e da entrega).[108]

Atualmente, os intermediários são a porta de entrada dos investidores para os investimentos no mercado secundário, por meio do fornecimento de tecnologia, informações, oferta de produtos (operações) e educação. Do ponto de vista da regulação, o intermediário passa a exercer papel relevante na proteção do mercado, visando manter a sua integridade e gerando confiança ao investidor.

---

[107] CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa - Teoria Palco-Plateia.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 25.

[108] HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. Edição Kindle.

Já a atuação do intermediário por meio de sua carteira própria visa a geração de liquidez (atuação como formador de mercado[109] ou *client facilitation*), a estruturação de operações para clientes, com o devido tratamento do conflito de interesses[110].

Estas duas formas de os intermediários agirem também estão explícitas na ICVM 505, em seu artigo 1°, inciso I[111-112].

Em termos comparativos, no mercado norte-americano, essas duas funções são realizadas pelos chamados *brokers* ou *broker-dealers*, conforme explica Hal McIntyre:

> *A broker represents any person or firm buying and selling securities for a client's account as part of his regular business. Brokers act as an agent for their clients, and execute client orders to buy/sell securities. Brokers generally get their revenue from the commissions they charge.*
> *A dealer is any person or firm making securities transactions for his own account, and which therefore acts as a principal to the trade. Dealers invests their own capital to purchase/sell securities from/to clients and profit from the mark-up they charge on purchases or the mark-down charged on sales, which is called the spread. (...) The largest brokerage firms are often brokers and dealers and are therefore called broker/dealers, although the two functions must be kept separate by law.*[113]

Desta forma, verifica-se que os intermediários possuem deveres relevantes na intermediação de negócios no mercado secundário, inclusive quando estão atuando por conta própria, já que devem proteger os investidores e a integridade do mercado de valores

---

[109] Essa atividade é regulada pela Instrução CVM n° 384/2003, além das disposições no Regulamento de Negociação da B3.
Conforme Regulamento de Negociação da B3, o formador de mercado é cadastrado na condição de comitente, e tem a função de fomentar a liquidez de determinado ativo ou derivativo (artigo 17), podendo exercer essa atividade de forma autônoma ou contratada pelo emissor (artigo 19). Sendo vedada a atuação como formador de mercado pelo próprio emissor do respectivo ativo, sociedade controladora, controlada, coligada ou sociedade sob controle comum do emissor do respectivo ativo, ou de ativo que lastreia ou referencia um derivativo (artigo 19, §3°). A B3 pode fixar a quantidade máxima de formadores de mercado que poderão atuar em relação a cada ativo ou derivativo (artigo 20).

[110] Para análise de um exemplo da utilização da carteira própria sugere-se a leitura de Memorando elaborado pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários - SMI, da CVM, sobre o sistema de *client facilitation* e o produto RLP instituído pela B3. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410__versao_site.pdf. Acesso em: 24 mai. 2021.

[111] Art. 1º Considera-se, para os efeitos desta Instrução: I – intermediário: a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários.

[112] Esta redação encontra-se no artigo 2°, inciso VII, da Resolução CVM n° 35.

[113] MCINTYRE, Hal. **How the U.S. securities industry works**. 3rd ed. New York: The Summit Group Press, 2007. p. 34.

mobiliários[114], conforme dispõe o artigo 30 e o artigo 32, inciso I, da ICVM 505[115]. Normativos estes que apresentam os deveres mais amplos e primordiais dos intermediários. Soma-se a isso, o fato de estarem diretamente envolvidos com a economia popular, por conta da captação de recursos no varejo para investimento em renda variável.

Esses deveres fazem com que os intermediários sejam vistos como *gatekeepers*[116], já que assumem obrigações regulatórias com o objetivo de evitar que o mercado de valores mobiliários seja utilizado para o cometimento de irregularidades como, por exemplo, a prevenção de manipulações de mercado e a prevenção à lavagem de dinheiro, podendo ser responsabilizados caso não tenham controles e condutas adequadas para essas prevenções,

---

[114] Segundo Charles Goodhart, citado por Julya Sotto Mayor Wellisch, os intermediários financeiros possuem três principais funções: "A primeira seria a redução das imperfeições do mercado relacionadas a economias de escala. Considerando a sua especialização e o habitual desenvolvimento de sua atividade de cunho profissional, a atuação do intermediário torna possível a redução tanto dos custos de aquisição de informações quanto daqueles relacionados à administração de portfólios [...]. Em segundo lugar, os intermediários também têm a função de prover instrumentos de proteção para os demais agentes. Tal função, como ressalta Yazbek, não é cumprida apenas pelas sociedades seguradoras, mas também por outros intermediários que, em razão de sua posição e de sua capacidade técnica, podem melhor administrar os riscos assumidos nas relações com seus clientes, capazes de neutralizá-los, considerando inclusive a possibilidade de constituição de garantias e outras salvaguardas financeiras ou não financeiras. A terceira função da intermediação financeira está ligada ao desenvolvimento de arranjos e instrumentos que permitem o encontro entre as diversas preferências das partes que desejam investir (unidades superavitárias) e daquelas que precisam tomar recursos para o financiamento de suas atividades (unidades deficitárias). A posição especial do intermediário e a constância de sua atividade habilitam-no a satisfazer às necessidades de ambas as partes".
Essa visão de Goodhart (*In* GOODHART, Charles. **Money, information and uncertainty.** 2nd ed. Massachusetts: THE MIT Press, 1989, p. 113), segundo Julya Sotto Mayor Wellisch, vai além da visão de Ronald H. Coase, para quem "os arranjos institucionais e as estruturas de intermediação em geral se desenvolvem no sentido de minimizar os custos de transação". Sendo que tais custos de transação podem ser divididos em três categorias que estão, de alguma forma, sobrepostas: "(i) custos de encontro das partes; (ii) custos de decisão e execução da operação; e (iii) custos de informação (ELLICKSON, Robert C. The case for Coase and against 'Coaseanism'. **Yale Law Journal**, 99, 1989, p. 611 - 630)".
Julya Sotto Mayor Wellisch ainda acrescenta que: "além do seu relevante papel na redução dos efeitos da assimetria informacional, o intermediário também tem marcada atuação na manutenção da higidez do próprio mercado".
WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 205-207.

[115] Atuais artigos 31 e 33, inciso I, da Resolução CVM n° 35.

[116] Sobre o conceito de *gatekeeper*: "Entendemos tratarem-se os *gatekeepers* de indivíduos ou instituições, dotadas de qualificações especializadas (por vezes ligadas a uma profissão), que se valem da confiança e da reputação adquiridas para assegurar, ao mercado de valores mobiliários e aos investidores, a conformidade ao ordenamento jurídico das operações que passarem por seu exame. Tais indivíduos e instituições (a exemplo das instituições distribuidoras, das instituições intermediárias, dos analistas de valores mobiliários, dos auditores independentes, das agências de rating e dos advogados) teriam, concomitantemente, o papel de auxiliares do poder regulador tanto no mercado primário quanto no secundário. A razão disso é que a própria existência e continuidade de seus negócios é colocada em risco ao assegurar, com garantia em sua reputação, questões como (i) a veracidade e correção das ofertas cujas informações chancela; (ii) a adequação das operações realizadas às normas vigentes; e (iii) a prestação de serviços de intermediação de maneira conforme à lei".
HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro.** São Paulo: Almedina, 2014. Edição Kindle.

ou se atuarem de forma ativa no auxílio de clientes ou usando a sua carteira própria para cometer irregularidades[117].

Nesse sentido, o Diretor da CVM Pedro Marcilio, em voto proferido no âmbito do PAS n° 02/02, em julgamento realizado em 17 de janeiro de 2007, apresenta com clareza a função dos intermediários como *gatekeepers*:

> Sem dúvida, a censura a essas operações, quando realizadas ou viabilizadas, como no caso concreto, por atuação direta e comissiva de um intermediário, é especialmente forte, uma vez que os intermediários existem, justamente, para dar confiança e solidez ao mercado. Os intermediários atuam como auxiliares do regulador. São, por isso, chamados na literatura de *gatekeepers*. Assim, se é apenas reprovável que os intermediários descumpram suas obrigações, quando se trata de questões de mercado, é inadmissível que eles sejam meios necessários para, conscientemente, realizar no mercado operações ilegítimas, com busca de um resultado extra-mercado.[118]

Reforçando o mencionado acima, o Diretor da CVM Alexsandro Broedel Lopes proferiu voto no âmbito do PAS n° 12/2004, julgado em 11 de maio de 2010, afirmando que:

> Cabe ao intermediário usar todos os meios necessários para impedir que a operação irregular se concretize, ainda que seja da vontade do investidor. É o intermediário que, primeiramente, cuida da manutenção da higidez do mercado. Do contrário, ficam abertas as portas para a utilização do mercado para fins estranhos à sua finalidade [...].[119]

Outro papel importante que o intermediário passou a desenvolver de forma mais ativa foi o de orientação de investimentos aos seus clientes, inclusive ofertando produtos e operações a serem realizadas pelos clientes, principalmente aos investidores de varejo, muito em razão da relação fiduciária que é criada entre eles[120], o que leva ao intermediário cumprir deveres de *suitability*, *best execution* e conflito de interesses.

---

[117] CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa - Teoria Palco-Plateia.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 25.

[118] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_0202.pdf. Acesso em: 2 mai. 2021.

[119] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2010/20100511_1204.html. Acesso em: 2 mai. 2021

[120] Sobre a relação fiduciária entre clientes de varejo e intermediários e a relação fiduciária criada entre eles, verificar: HAZEN, Thomas Lee. **Stock broker fiduciary duties and the impact of the Dodd-Frank Act**. North Carolina Banking Institute, Vol. 15, 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1767564. Acesso em: 20 abr. 2020.
NELSON, William Alan. **Broker-Dealer: a fiduciary by any other name?** Fordham Journal of Corporate and Financial Law, Vol. 20, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2523515. Acesso em: 20 abr. 2020.

Antes da análise dos deveres dos intermediários, é importante apresentar o arcabouçou normativo que regulamenta a atividade e a evolução dessa indústria.

2.1. Corretoras de valores mobiliários

Como mencionado anteriormente, as corretoras e as distribuidoras são as responsáveis pela intermediação no mercado secundário de valores mobiliários.

O exercício da profissão de corretor remonta à Antiguidade, quando os corretores eram responsáveis pelas trocas de moedas, tendo em vista que cada cidade-estado possuía a sua própria.

Carvalho de Mendonça já afirmava que "a instituição dos corretores é muito mais antiga que a formação do direito comercial"[121].

Também sobre a história que envolve a figura do corretor, Gustavo Alberto Villela Filho cita trecho de obra de Cesare Vivante que contém a seguinte passagem sobre o tema:

> Apesar do descrédito em que veio a cair a profissão de corretor no Império Romano, após as invasões bárbaras, quando se iniciou o Renascimento, com a expansão das atividades mercantis recuperaram-se eles e sua intervenção tornou-se cada vez mais necessária, impondo-se a regulamentação de suas atividades, chegando certas cidades a proibir as negociações sem a intervenção do intermediário.
> Foi o que ocorreu nas cidades italianas onde os corretores (*sensali, mediatores, messeti ou mezani*) formavam corporações, na Espanha cujos primeiros atos a respeito foram editados em 1271, pelos magistrados das cidades de Barcelona, na Alemanha, na França onde a profissão, inicialmente livre, veio a ser regulamentada por éditos de 1304 e 1312, de Filipe IV.[122]

No Brasil, durante o século XIX e a primeira metade do século XX, tal profissão era denominada de "corretores de fundos públicos", sendo que os indivíduos que exerciam essa atividade eram nomeados pelo Presidente da República. A profissão tinha caráter de ofício público vitalício e era personalíssima, tendo em vista a exclusividade de nomeação presidencial. Além disso, os corretores eram considerados como agentes auxiliares do comércio, conforme dispunha o artigo 35 do Código Comercial de 1850[123].

---

[121] MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de direito comercial brasileiro.** Rio de Janeiro: Freitas Barros, 1933, vol. II. p. 303.
[122] VIVANTE, Cesare. **Trattato di diritto commerciale**. Milão: 1928. *In* VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. p. 89.
[123] Art. 35 - São considerados agentes auxiliares do comércio, sujeitos às leis comerciais com relação às operações que nessa qualidade lhes respeitam: 1 - os corretores; [...].

A partir dos anos de 1960, com a reforma do sistema financeiro nacional e a criação de leis específicas voltadas para o mercado de capitais, com o intuito de promovê-lo e estimulá-lo, houve profundas transformações na profissão do corretor.

Com a promulgação da Lei 4728/65, extinguiu-se a figura dos corretores de fundos públicos[124] e, em substituição, foram criadas as sociedades corretoras, que poderiam assumir os tipos societários de sociedade por ações ou limitada, cuja autorização para funcionar tinha que ser obtida perante o BACEN (artigo 8º, §§2º e 5º[125] da Lei 4728/65).[126]

A Lei 4728/65 atribuiu ao Conselho Monetário Nacional (CMN) o encargo de regular a atividade das sociedades corretoras (artigo 2º, inciso VI[127]) e ao BACEN a responsabilidade de fiscalizar as operações das sociedades e firmas individuais que exerciam a intermediação de valores mobiliários (artigo 3º, inciso II[128]).

Além disso, a obrigatoriedade da intermediação dos negócios em bolsa de valores pelas corretoras foi instituída, permanecendo até a presente data, em decorrência do disposto no artigo 8º da Lei 4728/65[129].

---

[124] Apesar da extinção da figura dos corretores de fundos públicos, a Lei 4728/65 permitiu, em seu artigo 8º, §6º, que os corretores de fundos públicos que ainda estivessem em atividade na época da publicação da Lei, tivessem a faculdade de se registrarem no BACEN, para intermediar a negociação nas bolsas de valores, sob a forma da firma individual, observados os mesmos requisitos estabelecidos para as sociedades corretoras, sendo que a firma seria extinta nos casos da morte do corretor ou se esse viesse a participar de sociedade corretora.

[125] Art. 8º [...] §2° As sociedades referidas neste artigo somente poderão funcionar depois de autorizadas pelo Banco Central, e a investidura dos seus dirigentes estará sujeita às condições legais vigentes para os administradores de instituições financeiras. [...] §5º As sociedades referidas neste artigo, ainda que não revistam a forma anônima, são obrigadas a observar as normas de que trata o art. 20, §1°, alíneas a e b.

[126] Interessante é a descrição feita por Aloysio Lopes Pontes sobre a transição dos corretores de fundos públicos para as sociedades corretoras, com a sensação da perda de certo privilégio que possuíam anteriormente: "Como era natural, a transformação de *fond en comble*, trazida pela Lei nº 4.728, provocou a reação e veementes protestos dos corretores que, surpresos, desorientados e temerosos das conseqüências das inovações e considerando-se ainda espoliados dos privilégios de que desfrutavam, tenderam para a adoção de medidas judiciais em resguardo dos seus direitos que julgavam postergados. O transcurso de tempo e as vantagens advindas, exata e especialmente para os corretores, com a implantação verdadeira e a expansão do mercado de capitais no país evidenciou, porém, que, embora extintos alguns privilégios, não ocorrera verdadeiramente lesão de direitos, advindo, por outro lado, a par naturalmente da ampliação das atividades e do aumento de trabalho, pela expansão dos negócios, ampla compensação pela elevação dos respectivos rendimentos. E tanto não se verificaram efetivamente prejuízos para os corretores, mas, ao contrário, se beneficiaram eles da expansão do mercado mobiliário, ainda que abolida a sua atuação direta e os privilégios de que eram titulares, que nenhum interpôs qualquer medida judicial e se expandiram em número e em quantidade de produção. Assim é que, na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, o número de corretores passou de 41, em 1965, para 91, em 1971; em São Paulo, de 49 para 134, e em Belo Horizonte, de 12 para 34 no mesmo período". PONTES, Aloysio Lopes. **Instituições financeiras privadas.** Rio de Janeiro: Forense, 1982. p. 377.

[127] Art. 2º O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de: [...] VI - regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.

[128] Art. 3º Compete ao Banco Central: [...] II - autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das Bôlsas de Valôres (arts. 8º e 9°) e das sociedades de investimento.

[129] Art. 8º A intermediação dos negócios nas Bôlsas de Valôres será exercida por sociedades corretoras membros da Bôlsa, cujo capital mínimo será fixado pelo Conselho Monetário Nacional.

Outra vantagem que os corretores tiveram, com o advento da Lei 4728/65, foi a exclusividade de serem membros das bolsas de valores (artigo 8º). Tal ponto foi reforçado pela Resolução nº 39, de 15 de outubro de 1966, elaborada pelo CMN (Resolução 39/66)[130], a qual mencionava que somente as sociedades corretoras poderiam ser membros das bolsas de valores (artigo 21, parágrafo único[131]). No entanto, tal exigência não está mais presente na legislação brasileira, tendo, inclusive, as bolsas de valores migrado do caráter associativo para o empresarial, com o procedimento de desmutualização e abertura de capital[132].

Também cabe acrescentar, em termos de normativos, que a Resolução nº 1.655, de 25 de outubro de 1989, elaborada pelo CMN (Resolução 1655/89) disciplinou a constituição, a organização e o funcionamento das sociedades corretoras de valores mobiliários e que continua em vigência.

Com o advento da Lei 6385/76, as sociedades corretoras passaram, também, a serem fiscalizadas pela CVM (artigos 1º, inciso II e 8º, inciso III[133]), dependendo de sua autorização para atuar na compra e venda de valores mobiliários (atuação com carteira própria), bem como fazer intermediação de valores mobiliários (artigo 16, incisos II e III[134]). Contudo, a Lei 4728/65 não foi revogada, permanecendo vigente, a não ser pelos dispositivos que contrariam a Lei 6385/76, o que também atrai a competência do CMN e do BACEN na normatização e fiscalização dos intermediários.

Assim, no Brasil, a CVM registra aos intermediários após verificação de sua estrutura de recursos humanos e materiais, controles internos e outros requisitos; porém, antes do

---

[130] A Resolução 39/66 foi revogada pela Resolução 2690/2000.

[131] Art. 21. Consideram-se, para os efeitos deste Regulamento, Membros das Bolsas de Valores seus respectivos associados. Parágrafo único. Somente poderão ser admitidas como Membros das Bolsas de Valores as firmas individuais constituídas pelos atuais corretores de fundos públicos e as sociedades corretoras, estas revestidas da forma de sociedade comercial por ações nominativas ou por cotas de responsabilidade limitada.

[132] Conforme ensinamentos de Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques: "O processo de desmutualização é normalmente realizado em distintas etapas, consistindo a primeira, em regra, na atribuição de ações aos membros da bolsa [sociedades corretoras] que, desta forma, passam a ser acionistas da companhia recém-formada. Neste primeiro estágio, as bolsas desmutualizadas ainda são organizadas sob a forma de companhias fechadas, nas quais a possibilidade de transferência das ações a terceiros investidores é restrita. Posteriormente, as bolsas promovem a abertura de seu capital, passando a admitir que as ações de sua emissão sejam listadas em uma bolsa de valores e, em consequência, possam ser livremente negociadas, ocorrendo, então, a transferência do poder decisório para os acionistas".
EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 217.

[133] Art. 1° Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: [...] II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários. Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: [...] III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados

[134] Art. 16. Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: [...] II - compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II); III - mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários

registro na CVM, os intermediários necessitam de autorização do BACEN para sua constituição e funcionamento. Com o registro na CVM, se completa um processo de verificação por dois órgãos governamentais[135].

A multiplicidade de reguladores para tratar da atividade de intermediação causa uma fragmentação normativa, fiscalizatória e repressiva, uma vez que cada um dos órgãos públicos tratará do assunto na sua seara. CMN e BACEN com um viés organizacional e financeiro das corretoras, verificando questões de risco sistêmico, e a CVM no aspecto de conduta e papel de proteção ao investidor e zelo ao mercado.

Nesse sentido, é interessante a constatação de Gustavo Alberto Villela Filho sobre a transformação pela qual o corretor passou:

> Como se vê, foi radical a transformação ocorrida entre a atuação dos antigos corretores de fundos públicos e as modernas sociedades corretoras pois, enquanto aqueles, funcionando em um mercado ainda incipiente com uma pequena estrutura operacional, não estavam adstritos às exigências e controles externos, estas hoje são obrigadas a manter uma sofisticada organização, tanto em termos de pessoal como de equipamentos tecnológicos, de forma a atender aos regulamentos e exigências impostos pelo órgão regulador de suas atividades.
> O nível de profissionalização das sociedades corretoras passou a ser tal que os seus representantes, sejam aqueles que atuam diretamente junto ao pregão, sejam aqueles que atendem ao público em geral, devem obter aprovação em exame de matérias concernentes a títulos e/ou valores mobiliários e à respectiva legislação e regulamentação.[136]

Importante destacar que as corretoras são responsáveis pelas operações realizadas no mercado secundário para com seus comitentes e para com outras sociedades corretoras com as quais tenha operado ou esteja operando, conforme artigo 11 da Resolução 1655/89[137].

Na mesma linha, há o artigo 53 da ICVM 461[138], que prevê que os intermediários são responsáveis pelos negócios realizados nos mercados organizados, perante seus clientes ou as contrapartes.

---

[135] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **A proteção do investidor nos países Ibero-Americanos**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-ProtecaoInvestidorIberoAmerica.pdf. Acesso em: 5 jun. 2021.

[136] VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003. p. 93-94.

[137] Art. 11. A sociedade corretora é responsável, nas operações realizadas em bolsas de valores, para com seus comitentes e para com outras sociedades corretoras com as quais tenha operado ou esteja operando: I - por sua liquidação; II - pela legitimidade dos títulos ou valores mobiliários entregues; III - pela autenticidade dos endossos em valores mobiliários e legitimidade de procuração ou documentos necessários para a transferência de valores mobiliários.

[138] Art. 53. As pessoas autorizadas a operar são responsáveis pelos negócios realizados em mercados organizados, seja perante seus comitentes, seja perante suas contrapartes. §1º As pessoas autorizadas a operar são responsáveis, inclusive: I – por negócios realizados sem poderes de representação ou sem a devida

Por conta dessas características, a relação jurídica que as corretoras tem com seus clientes se reveste de uma "incontrastável natureza jurídica da comissão mercantil *del credere*, devendo, destarte, submeter-se à disciplina legal do contrato de comissão"[139], conforme lição de Luiz Gastão Paes de Barros Leães, sendo aplicáveis no que compatível com a disciplina das demais normas que tratam do mercado de valores mobiliários, os artigos do Código Civil que tratam do contrato de comissão (artigos 693 a 709).

Desta forma, pelo princípio da especialidade, as regras estabelecidas nas Leis 4595, 4728, 6385, bem como as normas infralegais emitidas por CMN, CVM e BACEN, tem prevalência sobre as normas de direito civil envolvendo o contrato de comissão.

Além disso, é vedado à sociedade corretora realizar operações que caracterizem, sob qualquer forma, a concessão de financiamentos, empréstimos ou adiantamentos a seus clientes, inclusive por meio de cessão de direitos, ressalvadas as hipóteses de operação de conta margem e as demais previstas na regulamentação em vigor, nos termos do artigo 12 da Resolução 1655/89[140-141-142].

A finalidade da vedação de concessão de empréstimo pelos intermediários é uma consequência de uma estratégia regulatória prudencial de administração de riscos financeiros optada pelos reguladores. A motivação para esse fato é explicada por Bruno Meyerhof Salama e Vicente Piccoli M. Braga[143]:

> As corretoras possuem um papel de destaque na sistemática de garantia de solvência do sistema financeiro. Isso ocorre principalmente porque as corretoras são contrapartes nas operações de valores mobiliários realizadas por seus clientes. O fato de serem "contrapartes" significa que o risco de crédito que os terceiros correm é o risco das corretoras – não o dos clientes

---

autorização; II – pela perda ou alienação indevida de valores mobiliários; III – pela evicção, solidariamente com o alienante; e IV – pela liquidação dos negócios realizados. §2º A responsabilidade prevista neste artigo poderá ser excluída em negócios meramente registrados em mercado organizado.

[139] LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. I. São Paulo: Editora Singular, 2004. p. 337.

[140] Art. 12. É vedado à sociedade corretora: I - realizar operações que caracterizem, sob qualquer forma, a concessão de financiamentos, empréstimos ou adiantamentos a seus clientes, inclusive através da cessão de direitos, ressalvadas as hipóteses de operação de conta margem e as demais previstas na regulamentação em vigor.

[141] CVM regulamentou esse dispositivo, no âmbito específico do mercado de valores mobiliários por meio da Instrução nº 51/1986 (ICVM 51), que foi revogada pela Resolução CVM nº 35, que entra em vigor em 1º de julho de 2021.

[142] Exemplo prático de violação a essa vedação é o Processo Administrativo da BSM nº 21/2018. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2018-021-pad. Acesso em: 2 mar. 2021. E o Processo Administrativo da BSM nº 24/2013. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2013-024-pad. Acesso em: 2 mar. 2021.

[143] SALAMA, Bruno Meyerhof; BRAGA, Vicente Piccoli M. **Empréstimos vedados de corretoras a clientes: critérios para aferição de culpabilidade**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 65/2014 | p. 139 | Jul / 2014. p. 1-2.

> dessas. Assim, a solvência das corretoras é peça fundamental para a manutenção da confiança no sistema financeiro, vez que é relevante frente a temas como a proteção da poupança popular, mitigação de risco sistêmico e reforço da estabilidade do sistema. Isso quer dizer que a vedação à concessão de financiamentos por parte das corretoras a clientes é um aspecto de um esquema regulatório muito mais amplo, que visa não só proteger as corretoras de eventuais inadimplementos por parte de seus clientes, mas também os efeitos que esses poderiam ter sobre todo o sistema de pagamentos.

Nesse mesmo sentido, verifica-se voto da Conselheira da BSM, Aline de Menezes Santos, no âmbito do PAD n° 21/2018, proferido em 13 de fevereiro de 2020[144]:

> A irregularidade apurada nos autos, que restou comprovada e incontroversa, não foi a manutenção de saldo devedor, mas sim a concessão de financiamento [fora dos parâmetros permitidos pela regulamentação em vigor, que exige contrato de conta margem, nos termos da Instrução 51 da CVM]. Esta, por seu turno, caracteriza-se pela manutenção sistemática de saldos negativos, por prazos mais extensos que o razoável, somada à permissão para que o cliente continue operando dentro da normalidade, comprando e vendendo valores mobiliários e aumentando seu saldo descoberto, apesar de existente e não sanado saldo devedor. Foi o que se passou nos autos, em que o Defendente manteve-se inerte, não reagiu de qualquer forma à situação de inadimplência, permitindo, inclusive, que a dívida aumentasse. Efetivamente a Corretora financiou o cliente.
>
> As corretoras são responsáveis perante a B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3") pelo pagamento das obrigações financeiras assumidas por seus clientes. Ao permitir que eles operem continuamente sem cobrir seus saldos devedores, sem cobrá-los, e sem atuar para liquidar compulsoriamente eventuais garantias, o intermediário concede crédito, afastando-se da atividade de intermediação. Como não podem emitir instrumentos de captação bancária, os recursos emprestados pelas corretoras dessa forma (irregular) são, na verdade, aqueles depositados por seus demais clientes, cuja poupança acaba a serviço dos devedores.
>
> A metodologia da BSM para verificar a ocorrência de financiamento captura a diferença entre financiamento e inadimplência, pois apenas considera concessão de crédito quando o cliente, depois de 4 dias de saldo negativo, opera de maneira a aumentar sua exposição devedora.

Desta maneira, a corretora, para evitar esse tipo de situação, não deve permitir que seu cliente permaneça com saldo devedor por muito tempo[145], tome providências para sanar a situação, como, por exemplo, a cobrança de multas ou taxas pelo saldo devedor, cobranças extrajudiciais e/ou judiciais, inscrição do cliente no rol de inadimplentes da B3, o que impede

---

[144] Voto disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2018-021-pad. Acesso em 15 jun. 2021.

[145] Segundo o critério utilizado pela BSM seriam quatro dias, conforme precedente do Processo Administrativo Disciplinar n° 21/2018 acima citado.

desse cliente realizar operações na B3, inclusive por outros intermediários, enquanto não sanar a dívida com a corretora e manter regras internas que visam mitigar essas situações, desde que tais regras sejam efetivas e que a corretora as cumpra.

Por fim, cabe salientar, o papel de *gatekeeper* das corretoras, na qualidade de intermediário no mercado secundário, uma vez que "possuem contato direto com os investidores", sendo fundamentais "para prevenir a ocorrência de operações fraudulentas, lavagem de dinheiro e, também, para reduzir o risco sistêmico", ao realizarem o controle primário das operações realizadas pelos investidores no mercado secundário[146].

Como *gatekeepers*, espera-se das corretoras uma contribuição para que clientes e prepostos observem o ordenamento jurídico, ou seja, que as corretoras possam evitar o cometimento de ilícitos no mercado de valores mobiliários, como preconizam John C. Coffee Jr.[147] e Reinier H. Kraakman[148].

Portanto, verifica-se a relevância das corretoras de valores mobiliários para o mercado de valores mobiliários e os desafios regulatórios presentes nessa atividade.

2.2. Distribuidoras de valores mobiliários

As distribuidoras são pessoas jurídicas que se revestem, obrigatoriamente, da forma de sociedades por ações ou limitadas, conforme exigência do artigo 4º da Resolução nº 1.120, de 04 de abril de 1986[149], elaborada pelo CMN (Resolução 1120/86). Da mesma forma que as corretoras, as distribuidoras são regradas pelo CMN, BACEN e CVM, desta maneira, a sua autorização para funcionamento deve ser obtida perante o BACEN, enquanto a autorização para atuar no mercado de valores mobiliários depende da CVM.

Caso a distribuidora, assim como a corretora, queira realizar a intermediação nos mercados secundários organizados, estas devem pedir a sua autorização como participante

---

[146] CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa - Teoria Palco-Plateia.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. p. 32.

[147] "Yet, from both perspectives, the presence of gatekeepers increases the prospects for deterrence and law compliance". COFFEE JR., John C. **Gatekeeper failure and reform: the challenge of fashioning relevant reforms**. Boston University Law Review, v. 84, 2004, p. 308.

[148] "Gatekeeper liability is distinguished by the duty that it imposes on private 'gatekeepers' to prevent misconduct by withholding support". KRAAKMAN, Reinier H. **Gatekeepers - the anatomy of third-party enforcement strategy**. Journal of Law, Economics and Organization, v. 2, n. 1, 1986. p. 54.

[149] Art. 4º A sociedade distribuidora deve constituir-se sob a forma de sociedade anônima ou por quotas de responsabilidade limitada e a ela se aplicam, no que couber, as mesmas condições estabelecidas para o funcionamento de instituições financeiras na Lei nº 4.595, de 31.12.64, e legislação posterior relativa ao Sistema Financeiro Nacional, devendo constar obrigatoriamente de sua denominação social a expressão "DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS".

para a administradora de mercado[150], atualmente a B3[151], que impõe requisitos mínimos para outorgar esta autorização, conforme estabelecido no Regulamento de Acesso e no Manual de Acesso da B3.

A necessidade de autorização para atuar nos mercados organizados de determinado administrador de mercado advém do disposto no artigo 51, §1°, da ICVM 461[152]. Sendo que essas pessoas autorizadas, leia-se corretoras e distribuidoras, de acordo com o artigo 53, da ICVM 461[153], são responsáveis pelos negócios realizados em mercados organizados, seja perante seus comitentes, seja perante suas contrapartes, inclusive: I – por negócios realizados sem poderes de representação ou sem a devida autorização; II – pela perda ou alienação indevida de valores mobiliários; III – pela evicção, solidariamente com o alienante; e IV – pela liquidação dos negócios realizados.

Até março de 2009, as distribuidoras não eram autorizadas a intermediar negócios nas bolsas de valores, ficando restritas à apresentação de valores mobiliários a potenciais investidores e à distribuição em ofertas de valores mobiliários no mercado de balcão não organizado - "fosse na qualidade de instituição distribuidora [do valor mobiliário], fosse como adquirente ou subscritora dos valores mobiliários distribuídos"[154].

Se os clientes das distribuidoras quisessem realizar operações em bolsa de valores, a sociedade distribuidora requisitava para uma corretora a execução da operação em nome do

---

[150] A necessidade desta autorização está prevista nos artigos 11, 51, 52 da ICVM 461.

[151] Aqui não está se descartando a possibilidade de concorrência. Historicamente, o Brasil já teve diversas bolsas espalhadas pelos estados da federação. Após um processo de consolidação, restaram a Bovespa e a BM&F, ainda como associações sem fins lucrativos. Posteriormente, houve a desmutualização dessas associações e a respectiva abertura de capital. Na sequência, Bovespa e BM&F se uniram, transformando-se em BM&FBovespa, que após a unificação com a CETIP, cuja principal atividade era no mercado de balcão organizado, diferente da BM&FBOVESPA, que atuava no mercado de bolsa, resultou na B3. Para esse histórico, verificar: NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.
Conforme mencionado anteriormente, outras entidades administradoras de mercados organizados vêm surgindo no Brasil, como a BBCE, voltada para o mercado de derivativo de energia e a M2M, cuja atividade, no momento, é de depositária de valores mobiliários.

[152] Art. 51. As operações em um mercado organizado somente podem ser realizadas por pessoa autorizada a operar em tal mercado. §1º A admissão como pessoa autorizada a operar em mercado organizado de valores mobiliários depende de autorização da entidade administradora, que deve considerar a sua organização, os recursos humanos e materiais exigíveis e a idoneidade e aptidão profissional das pessoas que atuem em seu nome.

[153] Art. 53. As pessoas autorizadas a operar são responsáveis pelos negócios realizados em mercados organizados, seja perante seus comitentes, seja perante suas contrapartes. §1º As pessoas autorizadas a operar são responsáveis, inclusive: I – por negócios realizados sem poderes de representação ou sem a devida autorização; II – pela perda ou alienação indevida de valores mobiliários; III – pela evicção, solidariamente com o alienante; e IV – pela liquidação dos negócios realizados. §2º A responsabilidade prevista neste artigo poderá ser excluída em negócios meramente registrados em mercado organizado.

[154] TANNOUS, Thiago Saddi. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 353-354.

cliente e a corretora repassava as informações do negócio executado para a distribuidora informá-lo.

Desta forma, a distribuidora exercia o papel de dar capilaridade ao mercado de capitais, buscando clientes para participar das ofertas públicas e apresentando para esses clientes o mercado de valores mobiliários, agindo de forma parecida aos agentes autônomos.

Porém, a partir de 4 de março de 2009, em razão da Decisão-Conjunta BACEN/CVM nº 17, as distribuidoras passaram a ter a possibilidade de operar diretamente na bolsa de valores. Afastando-se, assim, a diferença que existia entre as distribuidoras e as corretoras.

Tal distinção havia deixado de fazer sentido, uma vez que as bolsas de valores não eram mais associações civis, cujos membros eram apenas as próprias sociedades corretoras. Com o encerramento de tal barreira à entrada para as distribuidoras, perdeu-se o sentido de manter a exclusividade de intermediação de operações de bolsa apenas com as corretoras.

Cabe destacar que o papel de intermediação no mercado de balcão sempre foi permitido para as distribuidoras e corretoras, sem distinção.

Além disso, a eletronificação dos negócios permitiu que as atividades exercidas pelas distribuidoras fossem desempenhadas de maneiras diversas como, por exemplo, pela *internet*.

Assim, as distribuidoras passaram a intermediar operações diretamente na bolsa de valores, tendo que adaptar suas regras, governança e controles para se adequar ao arcabouço normativo já exigido das corretoras.

2.3. Os modelos de acessos dos intermediários na B3

Como visto, é necessário que os intermediários busquem autorizações perante a B3 para que possam iniciar as suas atividades de representação de seus clientes na intermediação de negócios no mercado secundário e de atuarem por conta própria, administrando suas carteiras de investimento.

Para tanto, é obrigatório que os intermediários cumpram diversos requisitos, sejam aqueles impostos pelos reguladores estatais (BACEN e CVM), como os determinados pela B3[155].

[155] A possibilidade de o administrador de mercado organizado emitir normas, bem como fiscalizar os intermediários estão previstos no artigo 17, §1°, da Lei 6385 e no artigo 17, da ICVM 461: Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários. §1º Às Bolsas de Valores, às

Os requisitos para que a B3 outorgue a autorização de acesso aos seus mercados aos intermediários, e para que eles mantenham essa autorização, conforme artigo 11, do Regulamento de Acesso da B3, de 7 de dezembro de 2020, são:

I - obtenção e manutenção de todas as autorizações necessárias ao exercício de suas atividades, perante o BACEN, a CVM e quaisquer outras entidades às quais eventualmente esteja submetido;

II - requisitos de capital, liquidez e outros relacionados à sua situação econômico-financeira e ao depósito de garantias, que podem variar de acordo com a classificação da autorização de acesso requerida;

III - requisitos operacionais e de estrutura funcional, organizacional e de governança;

IV - requisitos técnicos e de segurança de informações, padrões mínimos de infraestrutura tecnológica e de comunicação, e controles operacionais adequados ao exercício de suas atividades;

V - entrega da documentação necessária no âmbito do processo de admissão;

VI - adesão a este regulamento, às normas que o complementam e a todos os normativos da B3, especialmente aqueles inerentes ao sistema de negociação, à câmara, à central depositária, ao sistema de registro e ao sistema de contratação de empréstimo administrados pela B3 em que atue, mediante celebração do instrumento pertinente, conforme disposto no manual de acesso da B3;

VII - pagamento de custos e encargos estabelecidos pela B3;

VIII - atendimento aos requisitos do Programa de Qualificação Operacional - PQO da B3, conforme regulamentação específica;

IX - submissão às regras e aos procedimentos de fiscalização, supervisão e auditorias da B3 e BSM; e

---

Bolsas de Mercadorias e Futuros, às entidades do mercado de balcão organizado e às entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários incumbe, como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas.

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.

X - requisitos de desempenho, conforme o caso, que podem variar de acordo com a classificação da autorização de acesso requerida.

O intermediário é representado perante a B3 por um diretor estatutário, que é indicado para ser o Diretor de Relações com o Mercado ("DRM"), que deverá, conforme artigo 14, inciso II, do Regulamento de Acesso da B3: (a) zelar pela veracidade de todas as informações prestadas durante o processo de admissão na B3; (b) assegurar que os dados ou informações prestados à B3 sejam permanentemente atualizados, comunicando as alterações à B3 no prazo de até 5 dias úteis, contados da data de modificação; (c) receber as comunicações, notificações e intimações da B3, providenciando a tomada das medidas eventualmente cabíveis, nos prazos estabelecidos na ocasião; (d) zelar pelo cumprimento das obrigações, deveres e atribuições do requerente perante a B3; e (e) assegurar que as comunicações, notificações e intimações da B3 sejam efetivamente destinadas às áreas competentes do requerente.

Uma vez outorgada a autorização de acesso ao intermediário, este pode iniciar suas atividades nos sistemas administrados pela B3, passando a ter os seguintes deveres perante a B3, conforme dispõe o artigo 21, do Regulamento de Acesso a B3:

I - responsabilizar-se, direta ou indiretamente, civil e criminalmente, pela manutenção perante a B3 dos requisitos mínimos para outorga da autorização de acesso, bem como pelo cumprimento das regras, condições e procedimentos deste regulamento, normas que o complementam, legislação e regulamentação em vigor;

II - responsabilizar-se pela autenticidade de todas as cópias de documentos apresentadas para a B3;

III - cumprir todas as regras, requisitos e procedimentos da B3 e da BSM previstos em seus regulamentos, manuais, ofícios circulares e comunicados externos, bem como suas alterações posteriores;

IV - zelar pela proteção da integridade do sistema de negociação, da câmara, da central depositária, do sistema de registro e do sistema de contratação de empréstimo administrados pela B3, bem como de seus próprios sistemas;

V - acatar e dar cumprimento às decisões da B3 e da BSM, submetendo-se à sua fiscalização, supervisão, auditoria e seu poder sancionador, conforme classificação e categoria de autorização de acesso;

VI - prestar tempestivamente todas as informações, conforme requerido e estabelecido pela B3 e BSM;

VII - responsabilizar-se pelo pagamento dos custos e encargos devidos pelos comitentes pelos quais é responsável em decorrência das operações por estes realizadas no sistema de negociação, na câmara, na central depositária, no sistema de registro e no sistema de contratação de empréstimo administrados pela B3;

VIII -pagar pontualmente os custos e encargos devidos pela utilização da infraestrutura e dos serviços prestados pela B3;

IX - cumprir os requisitos de desempenho, conforme o caso, observado o disposto no manual de acesso da B3;

X - exigir de seus administradores, empregados, prepostos e pessoas que atuem em seu nome, o cumprimento dos padrões de idoneidade, ética e aptidão profissional determinados pela B3, BSM, legislação e regulamentação em vigor;

XI - manter atualizado, perante a B3, suas informações cadastrais e os dados cadastrais de seus administradores, empregados, prepostos e pessoas que atuem em seu nome;

XII - indicar um administrador tecnicamente qualificado como responsável pelos assuntos operacionais e de sistema para cada autorização de acesso outorgada;

XIII - respeitar os limites operacionais e limites de custódia a ele atribuídos, conforme o caso;

XIV - observar e cumprir as normas referentes aos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores, adotando as medidas necessárias à prevenção dos ilícitos a eles relacionados, notadamente a correta e atualizada identificação e cadastro de comitentes, além do registro e monitoramento de operações, bem como, se o caso, a comunicação de situações atípicas às autoridades e entidades competentes, nos termos das leis e regulamentos em vigor.

Assim, cabe aos intermediários fazerem os investimentos adequados para cumprirem com estes requisitos, que variam desde requisitos de capital, gestão de risco, passando por políticas e procedimentos de *compliance* (controles), cumprimento de normas do mercado de valores mobiliários e até exigências tecnológicas, sob pena de serem responsabilizados pela BSM ou pela própria B3, por conta do descumprimento de tais deveres, de acordo com os artigos 23 e 24, do Regulamento de Acesso da B3[156].

[156] Art. 23 Compete à BSM apurar e punir as infrações ao disposto neste regulamento, nas normas que o complementam ou na legislação e regulamentação aplicáveis, aplicando, conforme o caso, as penalidades previstas em seu estatuto social, na forma de seu regulamento processual.
Art. 24 Sem prejuízo da competência da BSM para apurar e punir as infrações ao disposto neste regulamento, nas normas que o complementam ou na legislação e regulamentação aplicáveis, caberá à B3, observado o

Em vista desta situação, o custo de implantação e manutenção de um intermediário é relevante.

Para permitir escalonamento de custos de forma compatível e proporcional ao modelo de negócios de cada intermediário, a B3, em janeiro de 2015[157], implementou um novo modelo de acesso aos seus sistemas, dividindo os intermediários em duas categorias:

> 1ª) Participante de Negociação Pleno (PNP): instituições que detêm o direito de acesso aos ambientes e sistemas de negociação da B3.
> 2ª) Participante de Negociação (PN): instituições que realizam suas operações (representando clientes ou por meio de sua carteira própria), por meio de um PNP.

Ao PNP, isto significa uma nova fonte de receita, já que o PN somente poderá executar as ordens de seus clientes por meio da infraestrutura do PNP.

Desta forma, o intermediário pode optar por qualquer dessas categorias, verificando a que melhor se encaixa ao seu modelo de negócios, uma vez que somente o PNP tem acesso aos sistemas da B3 e, por conta disso, tem obrigações adicionais, principalmente tecnológicas e de *back office*, que podem acarretar em investimentos maiores do que o PN deve fazer.

Nas palavras de Margareth Noda:

> [...] o novo modelo de acesso à BM&FBOVESPA [atual B3] é uma oportunidade de redução de custos à medida que o acesso indireto [pelo PN] dispensa as atividades de retaguarda *(back office*), as quais passam a ser realizadas pelo participante de negociação pleno. Ademais, o participante de negociação pode reduzir investimentos em tecnologia da informação e comunicação, concentrando-se na qualidade dos serviços aos clientes.[158]

---

disposto no manual de acesso da B3: I – aplicar advertências e multas por atraso no cumprimento ou pelo próprio descumprimento de obrigações previstas neste e nos demais regulamentos da B3, de acordo com os valores e condições fixados em tais regulamentos, manuais, ofícios circulares ou comunicados externos da B3; II – restringir direitos de participação no sistema de negociação, na câmara, na central depositária, no sistema de registro e no sistema de contratação de empréstimo administrados pela B3 ou de acesso à infraestrutura necessária à conexão aos ambientes e sistemas administrados pela B3, conforme classificação da autorização de acesso outorgada, por descumprimento de algum dos requisitos para manutenção de autorização de acesso; e III – suspender cautelarmente ou cancelar a autorização de acesso dos participantes autorizados que deixarem de atender aos requisitos para manutenção de suas respectivas autorizações.

[157] Implementação feita por meio do Ofício Circular 045/2014-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/bm-fbovespa/. Acesso em: 6 ago. 2020.

[158] NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 32.

Este modelo foi aprovado pela CVM[159], que deu nova interpretação ao disposto no artigo 11 da ICVM 461[160] ao entender que a intermediação e a atuação em ambientes ou sistemas de negociação pode ocorrer tanto de forma direta quanto indireta[161].

Do ponto de vista dos deveres dos intermediários, este modelo de acesso não traz grandes diferenças entre os PNP e os PN, uma vez que o intermediário, não importa em que categoria esteja, deve manter a proteção do investidor e a higidez do mercado como pilares de sua atuação no mercado de valores mobiliários.

Por outro lado, ao investidor, esse modelo pode lhe beneficiar com o pagamento de custos menores na prestação de serviço do intermediário.

Caso o investidor opte por um PN, vale lembrar que estará correndo o risco tanto do PN quanto do PNP, uma vez que seu intermediário de escolha executará as ordens de seu cliente por meio do PNP.

Em termos financeiros, a B3 não faz exigências de requisitos mínimos financeiros ao PN maiores que aqueles exigidos pelo BACEN. Já ao PNP há a exigência de se manter um patrimônio líquido mínimo a depender do risco das operações assumidas por este intermediário e seus clientes[162].

---

[159] Decisão da CVM disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140729_R1/20140729_D05.html. Acesso em: 28 ago. 2020.

[160] Art. 11. Considera-se pessoa autorizada a operar, para efeitos desta Instrução, a pessoa natural ou jurídica devidamente autorizada, pela entidade administradora, a atuar nos ambientes ou sistemas de negociação ou de registro de operações do mercado organizado. Parágrafo único A atuação de que trata o caput pode se dar, nas hipóteses e condições definidas pela entidade administradora de mercado organizado: I – por intermediários, em nome próprio e de terceiro; II – por operadores especiais, em nome próprio ou de intermediário; III – em nome próprio, por outras pessoas jurídicas, ou fundos de investimento, diretamente e sem a necessidade da intervenção de intermediário.

[161] NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 32.

[162] A medida de risco é definida como a média diária do somatório dos valores de margem requerida do participante de negociação pleno e dos comitentes sob sua responsabilidade. A medida de risco do participante de negociação pleno será apurada mensalmente pela B3, com base nos valores diários de margem requerida no período de 6 meses encerrados imediatamente anterior à data de apuração, conforme dispõe o Manual de Acesso da B3 no item 2.1.3.
As faixas de risco vis-à-vis o patrimônio líquido mínimo são:

Faixa	**Valor de risco**	**Patrimônio líquido mínimo**
1	até R$ 20.000.000,00	R$ 4.000.000,00
2	de R$ 20.000.000,01 a R$ 50.000.000,00	R$ 8.000.000,00
3	de R$ 50.000.000,01 a R$ 100.000.000,00	R$ 12.000.000,00
4	de R$ 100.000.000,01 a R$ 250.000.000,00	R$ 16.000.000,00
5	de R$ 250.000.000,01 a R$ 500.000.000,00	R$ 20.000.000,00
6	de R$ 500.000.000,01 a R$ 1.000.000.000,00	R$ 25.000.000,00
7	acima de R$ 1.000.000.000,00	R$ 30.000.000,00

O intermediário também pode requisitar autorização de acesso como agente de custódia na B3. Para tanto, deverá possuir patrimônio líquido mínimo no valor de R$ 1.500.000,00, conforme item 2.5.2 do Manual de Acesso da B3[163].

Com um patrimônio líquido entre R$ 1.500.000,00 e R$ 10.000.000,00, o intermediário, na qualidade de agente de custódia, pode manter custodiado um valor 10 vezes maior que seu patrimônio líquido. Caso o patrimônio líquido seja maior que R$ 10.000.000,00, a B3 não impõe limite de valores de custódia aos intermediários.

A necessidade de manter um patrimônio líquido mínimo é para demonstrar a solidez do intermediário e que ele possui o mínimo de patrimônio para suportar as suas atividades perante a B3, ainda mais, como será visto, que o intermediário garante as operações de seus clientes perante a Câmara da B3 em caso de inadimplemento, por isso há a necessidade de se verificar a solidez financeira do intermediário, que é feita pela BSM[164-165].

---

[163] Para outorga da autorização de acesso para custódia, a instituição requerente deverá possuir patrimônio líquido (PL) mínimo no valor de R$1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais).

[164] Como exemplo desse acompanhamento dos requisitos financeiros exigidos pela B3 por parte da BSM há os Processos Administrativos Disciplinares n° 10/2015, 11/2016 e 17/2016.
O PAD n° 10/2015 está disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/detalhes/PAD-010/2015. Acesso em: 3 fev. 2021.
O PAD n° 11/2016 está disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-011-pad. Acesso em: 3 fev. 2021.
O PAD n° 17/2016 está disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-017-pad. Acesso em: 3 fev. 2021.

[165] O BACEN também faz o acompanhamento de requisitos financeiros dos intermediários, que são diferentes dos estabelecidos pela B3 e o intuito do BACEN é evitar riscos sistêmicos, por meio da verificação da solidez financeira do intermediário.

3. CICLO DE NEGOCIAÇÃO DO VALOR MOBILIÁRIO

Terminada a apresentação sobre os intermediários, passa-se a verificar a sua forma de atuação no mercado secundário de valores mobiliários.

Como mencionado anteriormente, a negociação de um valor mobiliário pode ser representada por um ciclo, no qual o valor mobiliário é emitido, negociado e ao final fica em custódia ou em depósito até que o investidor, seu proprietário, decida negociá-lo novamente, retomando o ciclo de negociação mais uma vez[166].

Em razão da delimitação metodológica feita, esta dissertação tratará da segunda parte do ciclo, ou seja, do processo de negociação, o qual é dividido em cinco partes, sendo que cada uma das partes será apresentada a seguir.

Também trataremos mais adiante das funções de custódia e de depósito central.

3.1. Pré-negociação (*pre-trade*)

Após o valor mobiliário ser criado e emitido, este se torna livre para negociação no mercado secundário pelos investidores.

É na fase de pré-negociação que o investidor analisa os valores mobiliários disponíveis para negociação, verifica seus riscos e as estratégias que pretende seguir.

Para tanto, é necessário que o investidor se cadastre em um intermediário para que possa realizar as negociações com valores mobiliários.

O intermediário também poderá ofertar oportunidades de negócios aos seus clientes e estes poderão decidir se aceitam ou não fazer o investimento[167].

É nesta fase do ciclo, portanto, que se inicia a relação contratual entre investidor e intermediário, surgindo os primeiros deveres dos intermediários no mercado de valores mobiliários que estão relacionados a questões cadastrais, que envolvem políticas de conheça

---

[166] A extinção do valor mobiliário depende do seu tipo. Se for uma ação, por exemplo, quando a companhia for encerrada ou transformada, a ação deixará de existir. Já se estivermos falando de uma debênture ou um derivativo, estes valores mobiliários possuem desde a sua criação uma data de vencimento no qual o valor mobiliário se extinguirá e o seu proprietário receberá uma remuneração dependendo das condições específicas que foram definidas na emissão.
Há exceções, em razão da emissão de ativos denominados "perpétuos", uma vez que não há data de vencimento, ficando condicionada a sua extinção às cláusulas previstos no documento de emissão do título.

[167] Fora a relação com o intermediário, o investidor poderá contratar serviços com administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, que poderão auxiliá-lo em seus investimentos. As atividades do administrador, analista e consultor são regradas pela CVM por meio das Instruções 558/2015 (revogada pela Resolução CVM n° 21/2021), 598/2018 (revogada pela Resolução CVM n° 20/2021) e 592/2017 (revogada pela Resolução CVM n° 19/2021).

seu cliente (*know your client*), que também são voltadas para a prevenção à lavagem de dinheiro, e também ao *suitability*, que definirá o perfil de investimento do cliente, vinculando os produtos e valores mobiliários que o intermediário poderá ofertar.

3.2. Negociação (*trade*)

Após o investidor realizar suas pesquisas, analisar as informações e verificar os riscos, escolhendo o valor mobiliário que negociará, este emite uma ordem ao intermediário que repassará aos sistemas da bolsa de valores ou do mercado de balcão, transformando esta ordem em uma oferta, a qual, se encontrar uma contraparte, fechará o negócio.

Aquela imagem cinematográfica que existe até hoje do pregão viva-voz, em que dezenas de operadores ficam gritando para comprar e vender valores mobiliários e atendendo telefonemas com as ordens de clientes, na realidade foi substituída no Brasil por sistemas eletrônicos, sendo que toda negociação ocorre por meio virtual.

O investidor acompanha cotações dos valores mobiliários e emite ordens por meio de *softwares* e aplicativos instalados em seus dispositivos eletrônicos (computadores, *tablets* e celulares), proporcionando uma mudança na forma de atuação do intermediário nesta fase.

Claro que o investidor ainda pode emitir ordens ao intermediário por meio de uma ligação ou presencialmente com um preposto do intermediário. Contudo, o intermediário executará esta ordem por meio eletrônico. Pelo menos, esta é a estrutura atual de funcionamento da B3, a maior administradora de mercado organizado no Brasil e a única, até o momento, no mercado de bolsa[168].

No passado, era o operador do intermediário que realizava a negociação de compra e venda, após ordem do cliente. Atualmente, o investidor pode acompanhar diretamente o desenrolar de sua oferta, alterá-la e cancelá-la no momento que entender cabível, desde que siga as regras de negociação do ambiente no qual o valor mobiliário que pretende alienar esteja sendo negociado. Ressalta-se que mesmo sendo possível o cliente enviar ordens de

---

[168] Há alguns anos atrás, houve pedido de autorização à CVM de constituição de uma nova bolsa pela ATS Brasil S.A., o qual foi arquivado pela CVM, "porque a então requerente não comprovara a contratação com câmara de compensação e liquidação de valores mobiliários que se responsabilizasse pela pós-negociação dos negócios cursados no ambiente de bolsa", conforme disposto no Memorando nº 2/2020-CVM/SMI, de 10 de fevereiro de 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2020/20200310/1747-20.pdf. Acesso em: 6 jun. 2021.
Por outro lado, a CVM aceitou o pedido de constituição da Balcão Brasileiro de Comercialização de Energia S.A. - BBCE, como entidade de mercado organizado de valores mobiliários, que opera um mercado de derivativos de energia.
Recentemente a CVM autorizou a Mark 2 Market Depositária de Valores Mobiliários S.A. - M2M, a ser uma depositária de valores mobiliários.

forma eletrônica, visualizando as informações do mercado organizado, esta ordem passará pelos sistemas do intermediário que, na sequência, enviará a ordem para o livro de negociação, uma vez que o cliente, como se verá nesta dissertação, não tem acesso direto aos sistemas do mercado organizado.

Mesmo com essa possibilidade de atuação mais próxima do investidor no mercado secundário de valores mobiliários, a presença do intermediário ainda é indispensável. Toda a comunicação da ordem enviada pelo investidor passa pela infraestrutura tecnológica do intermediário, que deve estar totalmente adaptada para se comunicar com a infraestrutura do administrador do mercado secundário.

Este fato já traz uma redução no custo de oportunidade aos investidores, pois estes não precisam se preocupar com configurações específicas de seus sistemas eletrônicos para que conversem com os sistemas da empresa que administra o mercado. Isto tudo é feito, sem que o investidor perceba, pelo intermediário, por meio de seus sistemas tecnológicos, para que possa receber a ordem do investidor por qualquer meio apto e retransmitir esta ordem para o local de negociação do respectivo valor mobiliário.

Claro que a participação do intermediário não se resume a ser um fornecedor de tecnologia, pois nesse caso o próprio administrador do mercado organizado poderia oferecer alguma forma de conexão direta ao investidor e cortar a presença do intermediário nessa relação. Nesse sentido, o intermediário, na fase de negociação, também pode auxiliar os investidores na estruturação de operações, buscando maximizar os interesses do cliente, além de ser aquela primeira barreira de proteção para eventuais irregularidades, atuando de maneira preservar a integridade do mercado, na qualidade de *gatekeeper*.

Assim, é na fase de negociação que as normas impõem diversos deveres aos intermediários, por ser o momento de concretização da vontade do investidor, sendo a ordem o principal instrumento para isso. Por conta disso, os seguintes deveres são impostos aos intermediários como, por exemplo: (i) dever de fiel execução da ordem, (ii) dever de *best execution*, (iii) dever de não explorar o conflito de interesses e (iv) deveres relacionados a questões da segurança da informação e da infraestrutura tecnológica do intermediário, já que podem interferir diretamente nesta fase de negociação do ciclo.

Além de deveres relacionados às ordens dos investidores, os intermediários também têm deveres relacionados à oferta e à execução do negócio, pois tanto da oferta como da execução de negócios podem surgir situações consideradas ilegais, que venham a ser cometidas pelos investidores, como a manipulação do preço de um valor mobiliário por meio de ofertas ou execução de negócios, a realização de operações fraudulentas, a compra e a

venda de valores mobiliários usando-se de artifícios ou de informações privilegiadas, entre outras.

O intermediário, na sua função de *gatekeeper*, deve manter controles para que possa identificar tais situações e se possível impedi-las.

Estes mesmos deveres são estendidos quando o intermediário está atuando por meio de sua carteira própria, quando não poderá atuar em conflito de interesses com os seus clientes e não poderá preteri-los, por exemplo.

3.3. Pós-negociação (*post-trade*)

Concluída a fase de negociação, inicia-se a fase de pós-negociação. É neste momento que se desenvolvem as atividades que visam fazer com que o negócio executado durante a etapa de negociação se concretize, ou seja, é neste momento que o vendedor receberá o pagamento do preço e entregará o valor mobiliário vendido e, por sua vez, o comprador efetuará o pagamento do preço e receberá o valor mobiliário adquirido.

Desta forma, a pós-negociação é a fase compreendida entre o momento em que se encerra a negociação e sua efetiva conclusão, ocorrendo o adimplemento do que foi pactuado na negociação, após o prazo de dois dias, que é o tempo que a B3 leva para finalizar a liquidação e a compensação dos negócios executados.

Assim, a negociação depende da pós-negociação, a qual é feita na Câmara da B3 e na Central Depositária da B3.

De maneira mais ampla, a fase de pós-negociação engloba as atividades de liquidação, compensação e custódia do valor mobiliário, mas para se chegar nelas, é necessário um passo anterior, que é o da confirmação[169].

Assim, após a conclusão de um negócio, passa-se à confirmação do ativo objeto (qual valor mobiliário foi negociado), o preço, a quantidade, as partes[170] e o prazo. A confirmação, no caso de operações em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado no Brasil, em geral, é automática e imediata após o registro no sistema de negociação, já que os sistemas

[169] Também existe o passo da aceitação, o qual será tratado no capítulo devido, pois é uma etapa instituída pela Câmara da B3 na sua função de contraparte central dos negócios executados na B3, sendo algo específico da situação aqui no Brasil e que não é tratado na doutrina como um passo obrigatório.

[170] O intermediário só tem conhecimento da parte que é seu cliente. Caso a contraparte do negócio seja cliente de outro intermediário, somente este terá conhecimento de quem é o investidor. Apenas a Câmara da B3, no momento da liquidação e compensação do negócio possui a informação de ambas as partes do negócio, repassando, somente as informações necessárias ao intermediário para que concretize o negócio e seu cliente receba e/ou pague o que é devido.

da B3, onde ocorrem os negócios, transmitem os dados das operações realizadas para a Câmara da B3, que é a responsável pela compensação e liquidação de valores mobiliários a realizar o processo de entrega contra pagamento dos valores mobiliários.

A automaticidade da confirmação também ocorre, já que a B3, hoje, concentra todas as atividades de pós-negociação. Entretanto, não há vedação legal ou regulamentar para que as atividades sejam executadas de forma desmembrada ou que exista mais de uma instituição para a mesma atividade como acontece nos Estados Unidos da América, por exemplo.

A exceção ocorre quando o investidor não estiver identificado no momento da execução do negócio.

No Brasil, vige a regra da transparência em relação ao comitente[171] final no âmbito da administradora de mercado organizado, principalmente por questões que envolvem integridade de mercado e controladoria das operações. Por essa razão, os intermediários devem identificá-los desde logo, quando do envio das ordens.

Porém, há situações em que o intermediário não consegue identificar de imediato o investidor, podendo fazê-lo em até 30 minutos após o registro do negócio no ambiente de mercado organizado[172].

Nos Estados Unidos da América, por exemplo, esta é uma fase relevante, tendo em vista ser um mercado fragmentado, ou seja, onde há mais de uma bolsa ou mercado de balcão em funcionamento, além de ser permitida a internalização de ordens pelos intermediários, o que autoriza que a negociação não ocorra em ambiente de mercado organizado, mas sim no ambiente de uma corretora, por exemplo, que deve confirmar a negociação para as entidades que realizam a pós-negociação (liquidação e compensação).

A fragmentação de mercado não gera, por si, um cenário preocupante para a fase de pós-negociação. Tanto nos Estados Unidos da América, quanto na Europa, há a fragmentação de ambientes para execução de negócios no mercado secundário, não havendo reflexos relevantes para as fases de confirmação, liquidação e compensação, uma vez que há regramentos e acompanhamento pelos reguladores e autorreguladores.

Nesse sentido, cabe destaque para a afirmação de Margareth Noda:

> Tanto na Europa quanto nos Estados Unidos, os reguladores reconhecem a necessidade de constante avaliação do desempenho dos mercados secundários. De fato, a regulação desses mercados é vista como uma tarefa

[171] Nos termos do artigo 1°, inciso III, da ICVM 505, o comitente é: "a pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou o investidor não residente, em nome do qual são efetuadas operações com valores mobiliários".
[172] Conforme dispõe o §2°, do artigo 22, da ICVM 505.

> em constante desenvolvimento, na medida em que os mercados não são estáticos.[173]

Com o desenvolvimento do mercado brasileiro e o surgimento de concorrentes para a B3, inclusive por meio de ambientes alternativos de negociação, como nos casos de internalização de ordens e ATS (*alternative trading systems*), será necessário o devido regulamento pela CVM dessa situação para prever como se dará a confirmação dos negócios para a câmara de liquidação e compensação competente para realizar este tipo de atividade.

Portanto, o dever que surge nesta etapa ao intermediário é o da confirmação dos dados do negócio, principalmente das partes da operação.

3.4. Compensação (*clearing*)

Após o negócio estar confirmado, passa-se ao cálculo e apuração das obrigações das contrapartes, ou seja, o quanto deve ser pago e entregue na data de liquidação a cada investidor.

Para a negociação de valores mobiliários, principalmente aqueles negociados em ambiente de bolsa de valores, é realizada a compensação multilateral de saldos e ativos a serem entregues e recebidos pelo investidor.

Isto ocorre por conta da existência do mecanismo de contraparte central e dos sistemas de custódia fungível e depósito centralizado de valores mobiliários[174], conforme será explicado adiante, por meio do qual todos os negócios terão como contraparte uma única entidade, ao invés do próprio investidor. Desta forma, a contraparte central assume posição contratual de parte em todos os negócios celebrados no ambiente de negociação, que ingressaram na fase de pós-negociação, após a sua confirmação.

---

[173] NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 62.

[174] Conforme explica Valdir Carlos Pereira Filho, "na nossa ordenação jurídica, o fundamento para o modelo vigente de atuação de depositário central reside no artigo 41 da Lei 6.404/76 com a redação dada pela Lei n° 10.303 de 31 de outubro de 2001, que criou a 'custódia fungível' de ações, prevendo que a instituição prestadora de serviços de custódia de ações fungível, referida na lei como instituição depositária, adquire a propriedade fiduciária sobre as ações e delas não pode dispor, ficando obrigada a devolver a quantidade de ações recebidas com as modificações resultantes. [...] Por força da lei e da regulamentação, a titularidade das ações é transferida para o depositário central (*i.e.* a instituição depositária na terminologia do art. 41 da Lei 6.404/76), que exercerá, para os fins específicos e determinados, guarda, conservação e exercício de direitos, a propriedade fiduciária das ações recebidas em depósito, tratando-se, assim, de propriedade limitada e resolúvel".
PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

Assim, a contraparte central atua como vendedora de todos os compradores e compradora de todos os vendedores, mitigando os riscos de crédito nos negócios, já que todos têm a mesma contraparte e, portanto, estão expostos ao mesmo risco de crédito.

A apuração das obrigações das partes nos negócios celebrados na etapa de negociação também pode ser feita de forma individual para cada negócio, fazendo-se a apuração da liquidação de maneira separada.

Nesta etapa da compensação, os intermediários que se habilitarem para tanto irão desempenhar um papel de agente de compensação[175], auxiliando a Câmara da B3 no gerenciamento de riscos para mitigar eventuais inadimplências, uma vez que responderão pelas operações de seus clientes e pelos negócios executadas pela carteira própria perante a *Clearing*.

Isto obriga os intermediários que forem agentes de compensação a depositarem garantias junto à B3 de modo a serem cobertos os riscos das posições dos negócios cuja intermediação realizem.

Tais relações jurídicas integram a denominada cadeia de responsabilidades, por meio da qual a Câmara da B3 gerencia o risco das operações com informações advindas do sistema de negociação e da depositária central e garante, em última instância, a liquidação das obrigações de um agente de compensação em relação aos demais membros da cadeia, que por sua vez, garante as operações executadas pelos intermediários, com os quais mantém contrato. A lógica da cadeia de responsabilidade para compensação e liquidação é a de que o primeiro incumbente e obrigado pela adimplência é o próprio investidor, cujo risco de inadimplência é garantido, sucessivamente, por seu intermediário.

O risco de inadimplência dos intermediários é garantido pelo respectivo agente de compensação contratado (sendo que o intermediário pode ser o próprio agente de compensação) e, ao final da cadeia de responsabilidade, pela B3, na qualidade de câmara de compensação e liquidação, nos termos da Lei 10.214/2001.

Portanto, nesta fase do ciclo de negociação de valores mobiliários, destaca-se o papel desempenhado pelo intermediário nesta gestão de risco das operações executadas em nome de seus clientes, para que não afete o sistema, minimizando situações de risco sistêmico, risco de crédito e inadimplemento das operações.

---

[175] Os intermediários que não forem agentes de compensação deverão contratar um agente de compensação para realizar esta operação nos negócios executados por seus clientes.

3.5. Liquidação (*settlement*)

A etapa da liquidação consiste na transferência final dos valores mobiliários do vendedor para o comprador e o pagamento por este ao vendedor. A liquidação também é desempenhada pela Câmara da B3. Trata-se do efetivo cumprimento das obrigações pactuadas na negociação.

Para que todas essas etapas ocorram, leva-se tempo para que todo o processo se concretize. Hoje, a Câmara da B3 realiza todo esse processamento em D+2 para os valores mobiliários de renda variável que são negociados no mercado à vista (ações, principalmente).

A liquidação para os valores mobiliários de renda variável, como as ações, opções e determinados derivativos, por exemplo, é feita de forma eletrônica, não havendo a movimentação física de papéis correspondentes ao pagamento (cheque ou dinheiro) ou a entrega do valor mobiliário. Os valores mobiliários são entregues na conta do investidor perante a depositária central e os valores financeiros são enviados para a conta corrente do investidor no intermediário.

Desta forma, ocorre a liquidação financeira de posições em aberto, por meio da qual as posições dos investidores são automaticamente zeradas no dia do vencimento, sendo enviado eletronicamente o valor financeiro pelo comprador ao vendedor, e este último transferindo o valor mobiliário correspondente.

Ao intermediário cabe efetivar nas respectivas contas de seus clientes os efeitos dessa liquidação, creditando ou retirando dinheiro e informando a posição atualizada do cliente nos valores mobiliários que possui.

Conforme menciona Valdir Carlos Pereira Filho:

> A importância da liquidação eletrônica por meio de um sistema de liquidação de valores mobiliários reside nos seguintes benefícios: (i) rapidez; (ii) ausência do uso de papel e de procedimentos burocráticos baseado no trânsito de documentos; e (iii) possibilitar a sincronização entre entrega dos valores mobiliários com o correspondente pagamento (Entrega contra Pagamento ou *Delivery versus Payment* – DVP).[176]

Estes benefícios mitigam os riscos da liquidação física, a qual ainda existe para alguns contratos específicos de *commodities*, como o contrato futuro de milho, de soja e de

[176] PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

café, por exemplo. Na liquidação física, o produto precisa ser enviado para um dos pontos de armazenamento credenciados pela B3. As mercadorias enviadas devem estar de acordo com as especificações e o padrão de qualidade exigidos. Havendo a entrega física do produto ao comprador, este realiza o pagamento.

3.6. Custódia e Depósito (*asset or issue servicing*)

Após feitas tanto a compensação e quanto a liquidação dos negócios, ocorre o procedimento de depósito e custódia do valor mobiliário. Na dinâmica das operações, a custódia e o depósito são feitos de forma concomitante.

A B3, por meio de sua Central Depositária, realiza atividades de guarda centralizada de ativos, tratamento dos eventos deliberados pelos emissores, ônus e gravames incidentes sobre os valores mobiliários, conciliação periódica dos saldos e movimentações, entre outras.

Os intermediários, neste momento do ciclo, participam na qualidade de custodiantes, sendo o elo entre a Central Depositária e os investidores, já que a Central Depositária detém a propriedade fiduciária dos valores mobiliários nela depositados, mantendo-os em contas individualizadas por investidor, conforme artigos 26 e 32 da Instrução CVM n° 541/2013 (ICVM 541)[177-178-179].

Assim, os negócios realizados no mercado secundário de valores mobiliários são liquidados com a transferência de propriedade entre os compradores e vendedores efetuada por meio de lançamentos a débito e crédito nas contas de ativos mantidas no depositário central, sem haver alteração na conta do escriturador, por exemplo, no qual os valores mobiliários objeto de negociação no mercado organizado ficam registrados como propriedade fiduciária da Central Depositária.

---

[177] Art. 26. O depósito centralizado se constitui com a transferência da titularidade fiduciária do valor mobiliário, para fins de prestação dos serviços de depósito centralizado, na forma do regulamento do depositário central.
Parágrafo único. Os valores mobiliários mantidos em titularidade fiduciária no depositário central não integram o patrimônio geral ou patrimônios especiais eventualmente detidos pelo depositário central e devem permanecer registrados em conta de depósito em nome do investidor.
Art. 32. Os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas por investidor e movimentáveis a partir de crédito ou débito.

[178] A ICVM 541 foi substituída pela Resolução CVM n° 31, que entra em vigor em 1° de junho de 2021.

[179] O artigo 26, da ICVM 541, corresponde ao artigo 27, da Resolução CVM n° 31. O artigo 32, da ICVM 541, corresponde ao artigo 33, da Resolução CVM n° 31.

Desta forma, para se negociar valores mobiliários no mercado organizado, tais valores devem estar depositados na Central Depositária, o que confere mobilidade à negociação e a pós-negociação do ativo.

Ao intermediário, na função de custodiante, caberá controlar a titularidade dos valores mobiliários em nome dos investidores, seus clientes, e conciliar tais informações com às advindas do sistema de negociação da entidade administradora do mercado organizado e do sistema da Depositária Central, fiscalizando para que a quantidade não seja alterada indevidamente, a fim de que seu cliente sempre possa receber seus valores mobiliários e tê-los disponíveis.

O intermediário também fará as atividades de controles de gravames e transferência de custódia por ordem do cliente, em caso de mesma titularidade ou para titularidade diferente se for uma doação ou questões envolvendo inventário.

4. DEVERES DOS INTERMEDIÁRIOS

Para a identificação e análise dos deveres dos intermediários, parte-se do princípio de que a regulação no mercado de valores mobiliários brasileiro tem o intuito de promover a divulgação total de informações aos investidores (*full disclosure*).

Este modelo de regulação, influenciado pela legislação norte americana em suas leis promulgadas em 1933 (*Securities Act*) e 1934 (*Securities Exchange Act*), busca entregar ao investidor as informações necessárias para que ele melhor decida o que fazer com o seu dinheiro.

Um dos desenvolvedores da ideia do *full disclosure* foi Louis Dembitz Brandeis, em sua obra *Other People's Money and How the Bankers Use It* de 1914.

Segundo as lições de Brandeis, não se deveria tentar evitar que os investidores fizessem maus negócios[180]. O pressuposto deveria ser que o investidor, uma vez informado de maneira adequada, tomaria as decisões econômicas que julgasse mais convenientes, de acordo com o seu próprio perfil e interesse, conforme é apontado, também, por Fábio Konder Comparato:

> O princípio econômico que se encontra na base dessa teoria é a chamada "hipótese do mercado de capitais eficiente". Ela supõe, antes de mais nada, que o investimento em valores mobiliários é um processo racional e que, por conseguinte, a sua cotação reflete o nível de informação disponível no mercado. [...] O *Securities Act*, de 1933, e o *Securities Exchange Act*, do ano seguinte, de modo ainda mais amplo, assentaram todo o sistema de regulação do mercado de capitais no princípio da *full disclosure*[181].

Por meio da divulgação total de informações, permitindo que o investidor analise e tome as melhores decisões de investimento que acreditar, a regulação estará assegurando a existência de um mercado hígido, promovendo a proteção e confiança do investidor no mercado de valores mobiliários, já que a divulgação de informações reflete no processo de formação de preços dos valores mobiliários, pois a sua existência, falta de informação ou o

---

[180] Segundo Brandeis: "Now the law should not undertake (except incidentally in connection with railroads and public-service corporation) to fix banker's profits. And it should not seek to prevent investors from making bad bargains. But it is now recognized in the simplest merchandising, that there should be full disclosures". BRANDEIS, Louis Dembitz. **Other People's Money and How the Bankers Use It**. Edição Kindle.

[181] COMPARATO, Fábio Konder. **A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações**. Revista de Direito Mercantil. v. 55, p. 58.

uso de informação privilegiada altera a conduta de investimento do investidor, modificando a oferta e demanda, que, ao final, refletirá no preço do valor mobiliário[182].

Desta forma, os preços dos valores mobiliários negociados no mercado secundário devem refletir cotações adequadas à realidade, uma vez que tais preços são relevantes para que os investidores definam suas estratégias de atuação e administrem adequadamente seus riscos. Por isso, um mercado íntegro também é aquele livre de preços artificiais, manipulados e em que não haja fraudes contra os investidores.

Esta função de divulgar as informações, proteger o mercado e os investidores está pulverizada nas diversas entidades que atuam no mercado de valores mobiliários, tendo cada instituição um papel específico para que isso ocorra, seja no sentido de assegurar a veracidade das informações divulgadas, de mitigar as assimetrias informacionais, de reduzir os custos de transação, de prover instrumentos de proteção aos investidores e demais agentes de mercado, de permitir o encontro entre as diversas pretensões de provedores e beneficiários de recursos, de proporcionar uma administração mais eficiente de recursos e de riscos, e também de viabilizar a própria realização das operações, com todas as etapas que lhe são inerentes, incluindo a compensação, a liquidação e a guarda ou depósito de ativos, conforme visto no ciclo de negociação do valor mobiliário[183-184].

---

[182] Sobre o tema do *full disclosure*, o principal combate é evitar a assimetria informacional e os problemas dela decorrente. Nos dias atuais, a questão do *full disclosure* para o mundo do mercado de valores mobiliários ganhou novos contornos por conta da existência e disseminação de produtos financeiros cada vez mais complexos, que envolvem, inclusive, mercados diferentes (financeiro e de capitais, por exemplo) e ativos diferentes num mesmo produto. Nessa linha, vem surgindo cada vez mais discussões sobre a possibilidade de intervenção estatal na oferta de valores mobiliários, em razão da qualidade do produto, como aconteceu, por exemplo, com as opções binárias que foram proibidas de serem comercializadas, distribuídas ou vendidas a investidores de varejo na União Europeia, conforme divulgação da ESMA, disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-1135_notice_of_pi_decisions_on_cfds_and_binary_options.pdf. Acesso em: 21 ago. 2020.
Sobre esse tema, vale acrescentar proposta apresentada pelo órgão regulador do Reino Unido de uma regulação mais interventiva, que faz menção, inclusive, ao banimento de venda de certos produtos: "*product banning is an option that we might be willing to consider where we see products that have the potential to cause significant detriment*". Disponível em: https://www.fca.org.uk/publication/discussion/dp11_01.pdf. Acesso em: 21 ago. 2020.
Além disso, como será visto nesta dissertação, a legislação do mercado de valores mobiliários vem incrementando novas medidas às já adotadas sobre o *full disclosure*, como o dever de verificação da adequação do produto ao perfil do cliente (*suitability*), bem como o papel do intermediário no auxílio aos clientes em produtos complexos, assim como o dever de ter políticas sobre *suitability* e a proibição de ofertas produtos e serviços fora do perfil de investimento estabelecido pelo cliente.

[183] COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O Direito do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 72 e 73. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

[184] WELLISCH, Julya Sotto Mayor. Mercado de capitais: fundamentos e desafios. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2018. p. 204-205.

Nessa linha, as corretoras e as distribuidoras têm papel fundamental, participando intensamente da manutenção da integridade do mercado e proteção dos investidores como auxiliar do regulador nessa missão[185], sendo titulares de diversos deveres que estão dispostos na regulação, sendo que os deveres mais amplos estão expostos nos artigos 30 e 32, inciso I, da ICVM 505[186].

Estes são os deveres mais gerais atribuídos aos intermediários pela regulação no mercado de valores mobiliários e é a partir destes deveres gerais que os demais deveres são impostos para as corretoras e as distribuidoras ao longo do ciclo de negociação de um valor mobiliário, sendo que estes deveres serão identificados e analisados na sequência.

4.1. Deveres na pré-negociação

Como mencionado anteriormente, para que o investidor possa acessar o mercado secundário, é necessário que este celebre contrato de intermediação com um intermediário (corretora ou distribuidora). Este contrato, principalmente para os investidores de varejo, é um contrato de adesão de prestação de serviços, o qual possui cláusulas mínimas estabelecidas pela B3, nos termos do Ofício Circular n° 053/2012-DP, de 28 de setembro de 2012[187], complementado pelo Ofício Circular n° 048/2017-DP, de 28 de agosto de 2017[188].

A escolha por um intermediário vai depender do que o próprio investidor está procurando, que tipo de investimento gostaria de fazer e custos que está disposto a arcar, pois cada intermediário tem características próprias de funcionamento, ferramentas, atendimento ao cliente e políticas de preços.

O intermediário pode ser especializado no atendimento de clientes de varejo, outros ligados a investidores não-residentes e institucionais. Também há intermediários que atendem determinados nichos do mercado de valores mobiliários, como, por exemplo, a intermediação de contratos futuros agrários, como de boi gordo, soja e milho, ou se

---

[185] Conforme mencionado pela CVM: "A confiança dos investidores é fundamental para o desenvolvimento do mercado, e só pode ser obtida a partir da existência de intermediários íntegros, dotados de alta competência e de capacidade financeira adequada". Voto 426/1978 proferido por Roberto Teixeira da Costa, aprovado pela 311ª sessão do Conselho Monetário Nacional, realizada sob presidência do Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, em 20 de dezembro de 1978. Disponível em https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0311_CMN.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

[186] Atuais artigos 31 e 33, inciso I, da Resolução CVM n° 35.

[187] Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/bm-fbovespa/. Acesso em: 11 nov. 2020.

[188] Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 11 nov. 2020.

especializam em montar uma infraestrutura apta para aqueles investidores que procuram operar em altas velocidades, os chamados HFTs[189].

Conforme informações da B3[190], existem 143 intermediários habilitados a atuar em seus mercados organizados como PNP ou PN, havendo intermediários habilitados que não atendem clientes, mas somente estão credenciados para executar operações próprias, como, por exemplo, o Banco B3 e o BNDES.

Após o investidor escolher o intermediário de sua preferência, inicia-se o procedimento de contratação, por meio do preenchimento das informações cadastrais e da assinatura do contrato de prestação de serviços de intermediação[191].

Esse marco inicial já traz consigo diversas medidas importantes que devem ser tomadas pelos intermediários, uma vez que a questão cadastral permite o desenvolvimento de uma política de *know your client* pelos intermediários, a qual tem como objetivo tanto a prevenção e combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, como a possibilidade de oferecimento de produtos aos investidores que estejam de acordo com o perfil de investimento de cada cliente.

Portanto, os deveres imputados aos intermediários nesta fase de pré-negociação do valor mobiliário no mercado secundário são: (a) cadastramento do investidor, a sua

---

[189] Atualmente o mercado de intermediação encontra-se bastante aquecido, tornando-se comum a existência de propagandas nos meios de comunicação, políticas de zeragem de corretagem para atração de investidores, mudanças e contratações de times entre os intermediários, inclusive de agentes autônomos de investimento, e a compra de corretoras por instituições financeiras que não participavam anteriormente do mercado, tal como o Nubank adquirindo a Easynvest e a Neon Pagamentos comprando a Magliano, corretora mais antiga do Brasil. Notícias disponíveis em: https://exame.com/negocios/nubank-compra-easynvest-e-entra-no-mercado-de-investimentos/ e https://www.infomoney.com.br/mercados/neon-pagamentos-compra-magliano-a-corretora-mais-antiga-do-pais/. Acesso em: 13 set. 2020.

[190] Informação verificada no site da B3. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/participantes/busca-de-participantes/participantes/. Acesso em: 13 set. 2020.

[191] Apesar de não ser objeto da presente dissertação, vale mencionar que a relação entre investidor e intermediário, segundo entendimento mais recente do Superior Tribunal de Justiça (STJ), trata-se de uma relação de consumo, com aplicação do CDC (EREsp nº 1599535/RS (2016/0124615-3) (Disponível em https://ww2.stj.jus.br/processo/pesquisa/?tipoPesquisa=tipoPesquisaNumeroRegistro&termo=201601246153&totalRegistrosPorPagina=40&aplicacao=processos.ea. Acesso em: 20 set. 2020). Porém, este posicionamento, apesar de vigorar no âmbito do STJ, não é unânime, pois há tribunais que entendem que esta relação não é de consumo, não verificando a hipossuficiência do investidor, uma vez que este visa o lucro e está investindo em um mercado onde o risco e a volatidade são inerentes (Agravo de Instrumento nº 70065455503 – Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul).
A CVM, por sua vez, em manifestações no âmbito do MRP, já apresentou decisões no sentido da não aplicação do CDC (Processo Administrativo CVM nº RJ2010/3913. Disponível em: http://d1ao0r2iuz522v.cloudfront.net/5f7bd897a0f0456243f717b2fcee1844.pdf. Acesso em: 20 set. 2020), mas há outras decisões em que se entendeu que o CDC se aplica apenas naquilo em que não houver regra específica para o mercado de valores mobiliários, tendo em vista a especialidade do assunto (Processo CVM nº RJ 2010/16961. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0008/7835-0.pdf. Acesso em: 20 set. 2020).

manutenção e atualização e (b) a definição do perfil de investimento do cliente, conhecido como *suitability*. Estes dois deveres serão analisados na sequência.

4.1.1. O Cadastro de Clientes e sua relação com à Prevenção à Lavagem de Dinheiro no Mercado de Valores Mobiliários

Antes de adentrar na análise dos deveres que se relacionam com o cadastro de investidores pelo intermediário, é importante trazer a estrutura que envolve a prevenção e combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo no mercado de valores mobiliários, uma vez que a questão do cadastramento de clientes está diretamente ligada às políticas brasileiras que enfrentam esses ilícitos.

A lavagem de dinheiro é um procedimento utilizado para encobrir a origem ilícita do bem para reinseri-lo na economia formal como se lícito fosse. Este procedimento compreende 3 fases, quais sejam, a colocação, a dissimulação e a integração[192]. Estas etapas, na prática, podem se sobrepor, de modo a não serem tão simples de identificar e diferenciar.

Para que estas fases ocorram, é necessário utilizar-se de artifícios para que a identificação e rastreamento da origem ilícita não seja descoberta. Isso pode ocorrer no âmbito local ou internacional.

O mercado de valores mobiliários, por ser cada vez mais interconectado globalmente, pode ser utilizado para dar esse caráter legítimo ao recurso, independentemente da origem criminosa, como o tráfico de drogas ou a corrupção, por exemplo.

Neste contexto, foram criados mecanismos de cooperação internacional e iniciadas tentativas de uniformização de legislações nacionais, para tornar efetivas as medidas de combate às organizações criminosas. Convenções e tratados foram assinados, com o objetivo de disseminar recomendações e estratégias para a repressão e prevenção à lavagem de dinheiro.

No Brasil, a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998 (Lei 9613/98) foi o primeiro marco legal de criminalização da lavagem de dinheiro, em linha com as obrigações assumidas nos

[192] Fase da colocação: coloca-se o ativo em atividades lícitas, por meio do sistema financeiro internacional (incluindo bancos, paraísos fiscais, casas de câmbio, investimentos em joias, carros, obras de arte e artigos de luxo, dentre outros), para encobrir a real natureza dos bens, valores e direitos. Os valores podem ser movimentados em parcelas, para que não chamem a atenção das autoridades, depositados por diversas pessoas, em várias contas, e em um período de tempo suficientemente amplo. Também pode-se misturar recursos lícitos com os ilícitos, aumentando a dificuldade de identificação de sua origem.
Fase da dissimulação: é a fase da lavagem do ativo, por meio de transações comerciais ou financeiras.
Fase da integração: os ativos são reincorporados à economia formal, com aparência de licitude, para posterior aproveitamento pelas organizações criminosas.

tratados em que o país foi signatário. Assim, houve a tipificação do crime de lavagem de dinheiro ligado, principalmente, ao crime de tráfico de drogas, o estabelecimento de regras de caráter civil e administrativo para prevenir a lavagem, além da criação do Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF).

Em 2012, a Lei 9613/98 foi atualizada, conforme novas orientações e políticas publicadas pelo GAFI[193], para que não fosse considerado requisito, para caracterização do crime de lavagem de dinheiro, que os recursos objeto de lavagem fossem ligados a crime anterior. Destarte, atualmente, qualquer infração penal pode dar origem a recursos ilícitos que, em sendo limpos, posteriormente, ensejarão a configuração do crime em comento.

O artigo 9º da Lei 9613/98[194] indica o rol das instituições e pessoas obrigadas a implementarem medidas e políticas que objetivem a identificação de práticas de lavagem de

[193] Grupo de Ação Financeira contra a Lavagem de Dinheiro e o Financiamento do Terrorismo (GAFI/FATF), que será melhor desenvolvido em seção posterior desta dissertação.

[194] Art. 9º Sujeitam-se às obrigações referidas nos arts. 10 e 11 as pessoas físicas e jurídicas que tenham, em caráter permanente ou eventual, como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não:
I - a captação, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira; II – a compra e venda de moeda estrangeira ou ouro como ativo financeiro ou instrumento cambial; III - a custódia, emissão, distribuição, liqüidação, negociação, intermediação ou administração de títulos ou valores mobiliários.
Parágrafo único. Sujeitam-se às mesmas obrigações: I – as bolsas de valores, as bolsas de mercadorias ou futuros e os sistemas de negociação do mercado de balcão organizado; II - as seguradoras, as corretoras de seguros e as entidades de previdência complementar ou de capitalização; III - as administradoras de cartões de credenciamento ou cartões de crédito, bem como as administradoras de consórcios para aquisição de bens ou serviços; IV - as administradoras ou empresas que se utilizem de cartão ou qualquer outro meio eletrônico, magnético ou equivalente, que permita a transferência de fundos; V - as empresas de arrendamento mercantil (**leasing**), as empresas de fomento comercial (**factoring**) e as Empresas Simples de Crédito (ESC); VI - as sociedades que efetuem distribuição de dinheiro ou quaisquer bens móveis, imóveis, mercadorias, serviços, ou, ainda, concedam descontos na sua aquisição, mediante sorteio ou método assemelhado; VII - as filiais ou representações de entes estrangeiros que exerçam no Brasil qualquer das atividades listadas neste artigo, ainda que de forma eventual; VIII - as demais entidades cujo funcionamento dependa de autorização de órgão regulador dos mercados financeiro, de câmbio, de capitais e de seguros; IX - as pessoas físicas ou jurídicas, nacionais ou estrangeiras, que operem no Brasil como agentes, dirigentes, procuradoras, comissionárias ou por qualquer forma representem interesses de ente estrangeiro que exerça qualquer das atividades referidas neste artigo; X - as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam atividades de promoção imobiliária ou compra e venda de imóveis; XI - as pessoas físicas ou jurídicas que comercializem jóias, pedras e metais preciosos, objetos de arte e antigüidades. XII - as pessoas físicas ou jurídicas que comercializem bens de luxo ou de alto valor, intermedeiem a sua comercialização ou exerçam atividades que envolvam grande volume de recursos em espécie; XIII - as juntas comerciais e os registros públicos; XIV - as pessoas físicas ou jurídicas que prestem, mesmo que eventualmente, serviços de assessoria, consultoria, contadoria, auditoria, aconselhamento ou assistência, de qualquer natureza, em operações: a) de compra e venda de imóveis, estabelecimentos comerciais ou industriais ou participações societárias de qualquer natureza; b) de gestão de fundos, valores mobiliários ou outros ativos; c) de abertura ou gestão de contas bancárias, de poupança, investimento ou de valores mobiliários; d) de criação, exploração ou gestão de sociedades de qualquer natureza, fundações, fundos fiduciários ou estruturas análogas; e) financeiras, societárias ou imobiliárias; e f) de alienação ou aquisição de direitos sobre contratos relacionados a atividades desportivas ou artísticas profissionais; XV - pessoas físicas ou jurídicas que atuem na promoção, intermediação, comercialização, agenciamento ou negociação de direitos de transferência de atletas, artistas ou feiras, exposições ou eventos similares; XVI - as empresas de transporte e guarda de valores; XVII - as pessoas físicas ou jurídicas que comercializem bens de alto valor de origem rural ou animal ou intermedeiem a sua comercialização; e XVIII - as dependências no exterior das entidades mencionadas neste artigo, por meio de sua matriz no Brasil, relativamente a residentes no País.

dinheiro. Deverão cumprir as obrigações previstas na lei, e nos atos normativos relacionados ao seu respectivo setor de atividade, as pessoas físicas e jurídicas que tenham, em caráter permanente ou eventual, como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação e aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira; a compra e venda de moeda estrangeira ou ouro como ativo financeiro ou instrumento cambial; a custódia, emissão, distribuição, liquidação, negociação, intermediação ou administração de títulos ou valores mobiliários.

Portanto, fica claro que os intermediários do mercado de valores mobiliários estão entre as entidades que devem participar das políticas e controles de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

Por conta disso, os intermediários têm o dever de identificar seus clientes e manter os cadastros atualizados (artigo 10, inciso I, da Lei 9613/98[195]), política conhecida como *know your client*[196].

Coube à CVM a regulamentação e detalhamento das políticas e controles necessários para o cumprimento da Lei 9613/98 no âmbito do mercado de valores mobiliários. Desta forma, a CVM publicou a Instrução CVM n° 301/1999 (ICVM 301), que estava vigente até 1° de outubro de 2020, sendo recentemente substituída pela Instrução CVM n° 617/2019 (ICVM 617).

A ICVM 617, conforme Nota Explicativa divulgada pela CVM, tem o intuito de modernizar a regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro no tocante à prevenção

---

[195] Art. 10. As pessoas referidas no art. 9º:
I - identificarão seus clientes e manterão cadastro atualizado, nos termos de instruções emanadas das autoridades competentes; II - manterão registro de toda transação em moeda nacional ou estrangeira, títulos e valores mobiliários, títulos de crédito, metais, ou qualquer ativo passível de ser convertido em dinheiro, que ultrapassar limite fixado pela autoridade competente e nos termos de instruções por esta expedidas; III - deverão adotar políticas, procedimentos e controles internos, compatíveis com seu porte e volume de operações, que lhes permitam atender ao disposto neste artigo e no art. 11, na forma disciplinada pelos órgãos competentes; IV - deverão cadastrar-se e manter seu cadastro atualizado no órgão regulador ou fiscalizador e, na falta deste, no Conselho de Controle de Atividades Financeiras (Coaf), na forma e condições por eles estabelecidas; V - deverão atender às requisições formuladas pelo Coaf na periodicidade, forma e condições por ele estabelecidas, cabendo-lhe preservar, nos termos da lei, o sigilo das informações prestadas.
§ 1º Na hipótese de o cliente constituir-se em pessoa jurídica, a identificação referida no inciso I deste artigo deverá abranger as pessoas físicas autorizadas a representá-la, bem como seus proprietários. § 2º Os cadastros e registros referidos nos incisos I e II deste artigo deverão ser conservados durante o período mínimo de cinco anos a partir do encerramento da conta ou da conclusão da transação, prazo este que poderá ser ampliado pela autoridade competente. § 3º O registro referido no inciso II deste artigo será efetuado também quando a pessoa física ou jurídica, seus entes ligados, houver realizado, em um mesmo mês-calendário, operações com uma mesma pessoa, conglomerado ou grupo que, em seu conjunto, ultrapassem o limite fixado pela autoridade competente.

[196] Em relação à prevenção à lavagem de dinheiro, os intermediários também têm o dever de comunicar às autoridades atividades com indícios do ilícito de lavagem. Porém, isto será tratado na fase de negociação.

à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo, alinhando-se às diretrizes dos principais organismos internacionais que lidam com essa temática, em especial o GAFI.

A principal diretriz adotada na ICVM 617, a partir das recomendações do GAFI, é a adoção do sistema de governança de Abordagem Baseada em Risco ("ABR"). A ABR é um processo estabelecido dentro de uma política de riscos, que visa otimizar os recursos humanos, materiais e de informação, possibilitando um gerenciamento eficaz das atividades que são desenvolvidas no processo de identificação, monitoramento, análise, e mitigação de riscos de lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo[197].

Assim, caberá aos intermediários compreender os riscos inerentes às suas atividades desempenhadas no mercado de valores mobiliários, de tal forma que consigam assimilá-los e mitigá-los satisfatoriamente, diminuindo, assim, as suas respectivas exposições. Esse processo envolve identificar e avaliar os riscos aos quais estejam expostos e manter tais avaliações atualizadas, bem como implantar ferramentas e processos para monitorar e endereçar os riscos identificados[198].

Desta forma, verifica-se que não há uma "receita de bolo" para que seja cumprida a metodologia de ABR pelo intermediário, pois esta irá variar dependendo de sua estrutura, dos clientes que fazem parte de seu portfólio e das operações intermediadas. Também dependerá da forma como o intermediário classificará os riscos que encontrar em suas atividades.

Isso traz flexibilização e autonomia ao intermediário, que poderá montar e estruturar a política e seus controles, conforme suas necessidades (artigo 7º, inciso I, da ICVM 617[199]).

---

[197] Conforme Edital de Audiência Pública SDM n° 9/2016 da CVM. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0916.html. Acesso em: 11 set. 2020.

[198] Sobre o tema, também deve-se verificar o Ofício-Circular n° 4/2020-CVM/SMI-SIN, de 11 de dezembro de 2020, que traz os principais aprimoramentos em processos de prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo associados à entrada em vigor da ICVM 617: "Na linha da governança da Abordagem Baseada em Risco ("ABR"), as pessoas obrigadas devem, no limite de suas atribuições, identificar, analisar e compreender os riscos de lavagem de dinheiro e do financiamento do terrorismo ("LDFT") dos respectivos clientes, produtos, serviços, canais de distribuição e prestadores de serviços relevantes, para posteriormente segmentá-los minimamente em baixo, médio e alto como determinado pelo inciso II do art. 5º da ICVM 617/19, e com base nas informações existentes".
Referido Ofício-Circular está disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi-sin/oc-smi-sin-0420.html. Acesso em: 4 mar. 2021.

[199] Art. 7º As pessoas jurídicas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução devem: I – adotar e implementar regras, procedimentos e controles internos consistentes com o seu porte, bem como com o volume, complexidade e tipo das atividades que desempenham no mercado de valores mobiliários de forma a viabilizar a fiel observância das disposições desta Instrução, contemplando, inclusive: a) a análise prévia para efeitos de mitigação de riscos de LDFT de novas tecnologias, serviços e produtos; e b) a seleção e o monitoramento de administradores, funcionários, agentes autônomos de investimento e prestadores de serviços relevantes contratados, com o objetivo de garantir padrões elevados de seus quadros; e c) a forma pela qual o diretor responsável a que se refere o art. 8º acessará as informações necessárias para o devido gerenciamento de riscos de PLDFT; e II – manter programa de treinamento contínuo para administradores, funcionários, agentes

A BSM Supervisão de Mercados (BSM), no âmbito de sua competência de fiscalizar e supervisionar os intermediários que atuam nos mercados organizados da B3, elaborou orientação ao mercado sobre o tema, a qual foi chancelada pela CVM[200]. Nesta orientação, apresentou os critérios mínimos que deveriam ser contidos na metodologia de ABR do intermediário, tendo em vista as regras e diretrizes expostas na ICVM 617.

Nesse sentido, a orientação da BSM informa que a metodologia de ABR do intermediário deve observar os seguintes critérios: (1) ser escrita; (2) fazer parte da Política de PLDFT; (3) indicar a data de início de vigência da ABR pelo intermediário; (4) descrever os critérios de classificação de risco de clientes, produtos e serviços, segmentando-os, ao menos, em baixo, médio e alto risco; (5) descrever os critérios de reclassificação de risco, conforme alterações deste risco ao longo do tempo; (6) ter critérios de monitoramento contínuo de clientes e operações, definindo o que fará, tal como o monitoramento reforçado, caso não identifique o beneficiário final ou tenha informações cadastrais incompletas; (7) descrever as atitudes que o intermediário poderá adotar quando verificar indícios de atipicidades durante seu monitoramento ou quando se deparar com informações públicas que podem alterar a classificação de risco do cliente; (8) descrever os processos de obtenção e avaliação de informações relevantes relacionadas à análise de risco de clientes, bem como definir o que seriam informações relevantes; (9) descrever os mecanismos de intercâmbio de informações entre as áreas de controle de empresas pertencentes a um conglomerado financeiro; (10) descrever como o diretor responsável pelo cumprimento da ICVM 617 terá acesso às informações relevantes para os controles de PLDFT; (11) descrever tratamento atribuído e monitoramento reforçado para clientes que sejam pessoas politicamente expostas

---

autônomos de investimento e prestadores de serviços relevantes contratados, destinado inclusive a divulgar a sua política de PLDFT, assim como as respectivas regras, procedimentos e controles internos. § 1º As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem: I – ser escritos; II – ser passíveis de verificação; e III – estar disponíveis para consulta da CVM, das entidades administradoras dos mercados organizados e das entidades operadoras de infraestrutura de mercado em que a pessoa obrigada atue como participante e da entidade autorreguladora, se for o caso. § 2º As regras, procedimentos e controles internos de que trata este artigo devem prever que os administradores, funcionários, agentes autônomos de investimentos e prestadores de serviços relevantes contratados, se for o caso, das pessoas jurídicas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º devem reportar, no limite de suas atribuições, para a sua área responsável pelos controles internos as propostas ou ocorrências das operações ou situações previstas no art. 20. § 3º O programa de treinamento a que se refere o inciso II deve ser realizado utilizando-se linguagem clara, acessível e ser compatível com as funções desempenhadas e com a sensibilidade das informações a que têm acesso aqueles que participam do programa. § 4º São considerados descumprimento do disposto nos incisos I e II do caput não apenas a inexistência ou insuficiência das regras, procedimentos e controles internos ali referidos, como também a sua não implementação ou a implementação inadequada para os fins previstos nesta Instrução. § 5º Os auditores independentes devem observar os limites, os procedimentos e a conformidade requerida na execução de uma auditoria de demonstrações contábeis ou revisão de informações contábeis intermediárias, segundo regulamentação específica emitida pelo CFC e as normas emanadas pela CVM.

[200] A orientação da BSM foi publicada em 22 de setembro de 2020, por meio do Comunicado Externo 003/2020-PRE da B3.

ou quando não houver identificação do beneficiário final, ou existir outra incompletude de informação.

Nessa mesma linha, a BSM trouxe os riscos mínimos que os intermediários devem considerar para elaboração e aplicação de sua metodologia de ABR. Os riscos são os seguintes: (1) jurisdição de origem dos clientes, levando em consideração, principalmente, aqueles locais que foram sancionados por organizações internacionais como, por exemplo, a ONU, e que não aplicam adequadamente as recomendações do GAFI, conforme lista publicada por estes órgãos, além de jurisdições com tributação favorecida, conforme regras da Receita Federal do Brasil; (2) clientes, tendo em vista a atividade que desenvolvem, cargo que ocupam (pessoa politicamente exposta, por exemplo), os produtos e serviços que utilizam e as operações que realizam nos mercados de valores mobiliários; (3) cadeia de relacionamento, ou seja, tudo aquilo que se entrepõe entre o cliente e o intermediário, podendo ser um procurador, uma cadeia societária, o gestor, um fundo de investimento ou um *trust*; e (4) produtos e serviços e seus respectivos canais de distribuição e ambientes de negociação, devendo considerar em que medida a forma da oferta ou a natureza do produto ou serviço podem suscitar vulnerabilidades potenciais de práticas de lavagem de dinheiro, bem como o local de negociação do produto.

Além disso, será necessário aos intermediários realizarem a Avaliação Interna de Riscos e uma Política de PLDFT.

A Avaliação Interna de Riscos é um diagnóstico anual que visa dimensionar os diferentes níveis de risco que devem ser considerados para efeitos da governança. Para tanto será necessária a avaliação dos riscos inerentes dos clientes ativos, levando-se em consideração, dentre outros fatores, as suas características, as operações, produtos, serviços e canais de distribuição usualmente utilizados, assim como sua localização geográfica. O mesmo relatório também visa dar ciência para a alta administração[201] do intermediário a respeito da performance do monitoramento dos sinais de alerta, da análise dos eventos detectados e de eventuais reportes ao COAF realizados no exercício anterior.

Já a Política de PLDFT é o documento que visa definir as diretrizes emanadas pela alta administração de como tais riscos devem ser tratados e mitigados, e que servirão de referência para as áreas operacionais implementarem as ações necessárias para tanto. Da

[201] Conforme artigo 2°, inciso I, da ICVM 617: alta administração é o órgão decisório máximo ou indivíduos integrantes da administração, responsável pela condução de seus assuntos estratégicos conforme previsto na política de PLDFT.

mesma forma, o referido documento também tem por objetivo atribuir as respectivas responsabilidades ao longo da linha de negócios do intermediário.

Assim, a metodologia de ABR, a Avaliação Interna de Riscos e a Política de PLDFT são elementos essenciais e prévios que qualquer intermediário deve ter estabelecido para cumprir o arcabouço de regras da ICVM 617 e que influenciarão nos deveres de pré-negociação (questões cadastrais) e de negociação (detecção de operações com indícios de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo).

4.1.2. Cadastro de clientes

Em relação ao dever específico de cadastrar clientes e manter suas informações atualizadas, a CVM ressalta que tal dever já existia em seus normativos "muito antes das obrigações decorrentes da Lei n°. 9.613, de 1998"[202].

Afora esta curiosidade, referido dever passou a se vincular com as políticas de prevenção à lavagem de dinheiro do regulador desde a ICVM 301 e manteve-se assim na ICVM 617.

O dever de o intermediário manter o cadastro de seus clientes atualizado advém do artigo 10, inciso I, da Lei 9613/98[203]. O Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3 (Roteiro Básico)[204], em seu item 4[205] também traz essa exigência.

Conforme dispõe o artigo 2°, inciso IV, da ICVM 617[206], cadastro é o registro, em meio físico ou eletrônico, das informações e dos documentos de identificação de clientes com os quais a instituição mantém relacionamento direto em função da prestação de serviços no mercado de valores mobiliários[207].

---

[202] Conforme Edital de Audiência Pública SDM n° 9/2016 da CVM.

[203] Art. 10. As pessoas referidas no art. 9: I – identificarão seus clientes e manterão cadastro atualizado, nos termos de instruções emanadas das autoridades competentes.

[204] Roteiro Básico é um normativo da B3 que traz deveres aos intermediários no cumprimento de normas de controles internos e de prevenção de irregularidades. Anualmente a BSM, por meio de auditorias realizadas nos intermediários, verifica a completude de atendimento dos intermediários a essas e outras normas, devendo a BSM informar o seu resultado para a CVM (artigo 44, "b", da ICVM 461) e podendo abrir processos sancionadores em caso de descumprimento de tais normas, como, por exemplo, o Processo Administrativo BSM n° 8/2015. Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2015-008-pad. Acesso em: 3 mar. 2021.

[205] Item 4. O Participante deve efetuar o cadastro de todos os seus Clientes e mantê-lo atualizado, conforme regulamentação e legislação vigentes.

[206] Art. 2º Para fins da presente instrução, considera-se: [...] IV – cadastro: registro, em meio físico ou eletrônico, das informações e dos documentos de identificação de clientes com os quais a instituição mantém relacionamento direto em função da prestação de serviços no mercado de valores mobiliários;

[207] Em termos da Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018 (LGPD), a exigência de informações pessoais do investidor pelo intermediário não é irregular, pois a corretora e a distribuidora fazem isso para cumprimento de obrigação legal, que é justamente um dos casos permitidos pela LGPD (artigo 7º, inciso II).

O conteúdo mínimo do cadastro do cliente pelo intermediário está disposto nos Anexos 11-A e 11-B da ICVM 617.

Uma das principais utilidades do cadastro para a política de combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo é a identificação do beneficiário final, ou seja, aquela pessoa natural que se beneficiará do resultado do negócio realizado no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Como mencionado na seção anterior, a lavagem de dinheiro busca ocultar a sua origem e impedir a identificação de quem está recebendo esse dinheiro após estar "limpo".

Portanto, a real identificação do beneficiário final auxilia as autoridades responsáveis a identificar o crime de lavagem de dinheiro que possa ser cometido por meio do mercado de valores mobiliários.

Nessa toada, a ICVM 617 também aperfeiçoou o processo "Conheça seu Cliente" (*know your client*) ao determinar, para além do processo de identificação e de coleta de dados cadastrais dos clientes, as diligências contínuas visando à coleta de informações suplementares e, em especial, à identificação de seus respectivos beneficiários finais, conforme artigo 17[208] e Anexo 11-A, além do artigo 2°, parágrafo único[209], da ICVM 617.

Isto porque, tendo em vista que as informações de identificação dos clientes são declaradas pelos próprios clientes, tais informações devem ser submetidas a processo de validação de dados cadastrais pelo intermediário.

---

[208] Art. 17. As pessoas mencionadas no caput do art. 11 devem adotar continuamente regras, procedimentos e controles internos, de acordo com diretrizes prévia e expressamente estabelecidos na política a que se refere o art. 4º, para: I – validar as informações cadastrais de seus clientes e mantê-las atualizadas, nos termos da alínea "b", inciso II do art. 4º, ou a qualquer momento, caso surjam novas informações relevantes; II – aplicar e evidenciar procedimentos de verificação das informações cadastrais proporcionais ao risco de utilização de seus produtos, serviços e canais de distribuição para a lavagem de dinheiro e o financiamento do terrorismo; III – monitorar as operações e situações de forma a permanentemente conhecer os seus clientes ativos; IV – adotar as diligências devidas para a identificação do beneficiário final; V – classificar os clientes ativos por grau de risco de LDFT, conforme disposto no inciso II do art. 5º, e acompanhar a evolução do relacionamento da instituição com eles, de forma a rever tempestivamente a respectiva classificação, se cabível; VI – quanto aos clientes ativos qualificados no § 2º do art. 5º: a) monitorar continuamente e de maneira diferenciada a relação de negócio; b) acompanhar de maneira diferenciada as propostas de início de relacionamento; e c) identificar clientes que, após o início do relacionamento com a instituição, passem a se enquadrar nesse rol, ou para os quais se constate que já tinham essa qualidade no início do relacionamento com a instituição; VII – nas situações de maior risco de LDFT envolvendo clientes ativos: a) envidar esforços adicionais para identificar a origem dos recursos envolvidos nas referidas operações; e b) acompanhar de maneira mais rigorosa a evolução do seu relacionamento com eles, descrevendo as eventuais medidas adotadas na avaliação interna de risco, conforme Seção II do Capítulo II; e VIII – identificar possíveis clientes e respectivos beneficiários finais que detenham bens, valores e direitos de posse ou propriedade, bem como de todos os demais direitos, reais ou pessoais, de titularidade, direta ou indireta, e que estejam relacionados com as situações previstas nos arts. 27 e 28.

[209] Art. 2º Para fins da presente instrução, considera-se: [...] Parágrafo único. Equivalem ao beneficiário final, para fins da presente norma, os seus prepostos, procuradores ou representantes legais

Destaca-se que, caso as informações mínimas exigidas pela ICVM 617[210] não sejam obtidas, o intermediário deve diligenciar, não só para validar os dados que foram informados, como também para obter os demais não informados.

Se, ainda assim, o intermediário não estiver de posse de todas as informações exigidas, essa situação não impede o início do relacionamento comercial. No entanto, essa excepcionalidade deve estar prevista na respectiva Política de PLDFT do intermediário, incluindo, conforme previsto no §1°, do artigo 16, da ICVM 617[211]: (a) o monitoramento reforçado; (b) a análise mais criteriosa acerca dos alertas gerados; e (c) a avaliação do diretor responsável pela ICVM 617, passível de verificação, quanto ao interesse na manutenção do relacionamento com o cliente.

Dentre as diligências a serem adotadas pelos intermediários para a validação dos dados cadastrais, é importante a consulta periódica na página da CVM da lista de participantes que estão temporariamente impedidos ou inabilitados de atuar no mercado de valores mobiliários. A periodicidade dessa rotina deve estar prevista na respectiva Política de PLDFT.

Por conta da importância das regras de prevenção e combate à lavagem de dinheiro, o §3º, do artigo 11, da ICVM 617[212], não permite que os intermediários aceitem ordens de

---

[210] Conforme o Ofício-Circular nº 4/2020-CVM/SMI-SIN: "As novas informações mínimas exigidas no cadastro do investidor, quais sejam, 'número do CPF do cônjuge ou companheiro' e 'CNPJ da empresa para qual trabalha', são aplicadas a todos os investidores pessoas naturais, nacionais ou não residentes ('INR'). No caso de INR, devem ser coletadas as informações compatíveis na respectiva jurisdição de origem. Ainda, especificamente nas situações de menor risco, tanto no que se refere ao risco do cliente quanto à transmissão de ordens, ou mesmo, em linha com o apetite de risco inserido na respectiva Política de PLDFT do participante, será possível admitir a realização de negócios sem que tais dados estejam disponíveis. Todavia, nesses casos deve ser prevista e evidenciada uma rotina pontual para que essas informações possam ser coletadas de forma diligente na primeira oportunidade e em caráter prioritário. Adicionalmente, nos casos em que o investidor possua mais de um vínculo empregatício, deve ser considerada a informação da corporação que tenha maior relevância em relação à renda daquele investidor. Importante notar, aqui, que tal tratamento é de ordem cadastral, ou seja, isso não isentará a pessoa obrigada de coletar, nas situações de maior risco, os dados suplementares no âmbito das devidas diligências contínuas. Com relação à informação mínima relacionada ao 'nome da mãe', entendemos que nas situações em que não for possível obtê-la, ou mesmo não for aplicável a sua coleta, tal registro poderá ser suprido com o 'cadastro de filiação' e o respectivo nome dos pais".

[211] Art. 16. As pessoas a que se referem os incisos I a III do art. 3º que tenham relacionamento direto com o investidor devem, de forma consistente com sua política de PLDFT, avaliação interna de risco e demais regras, procedimentos e controles internos, dispensar especial atenção às situações em que não seja possível identificar o beneficiário final, observado o disposto no § 2º do art. 13, bem como em que as diligências previstas na seção II do Capítulo IV não possam ser concluídas. § 1º Nos casos descritos no caput, as pessoas lá mencionadas devem adotar os seguintes procedimentos: I – monitoramento reforçado, mediante a adoção de procedimentos mais rigorosos para a seleção de operações ou situações atípicas, nos termos do art. 20, independentemente da classificação de risco desse investidor; II – análise mais criteriosa com vistas à verificação da necessidade das comunicações de que tratam os arts. 22 e 27, na hipótese de detecção de outros sinais de alerta, nos termos do inciso I do § 1º deste artigo e do art. 21; e III – avaliação do diretor responsável de que trata o caput do art. 8º, passível de verificação, quanto ao interesse no início ou manutenção do relacionamento com o investidor.

[212] Art. 11. As pessoas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução que tenham relacionamento direto com o investidor devem identificá-lo, manter seu cadastro atualizado de acordo com o conteúdo indicado nos Anexos 11-A e 11-B e nos termos da alínea "b", inciso II do art. 4º. [...] §3º As pessoas mencionadas nos

clientes que estejam com o cadastro desatualizado, exceto se for para encerrar a conta ou diminuir a exposição em ativos, ou mesmo para "zerar" a posição.

Considerando as explicações acima sobre o processo de cadastramento e contratação entre investidores e intermediários, bem como o conceito de abordagem baseada em risco, a BSM emitiu orientação, por meio do Comunicado Externo 004/2020-DAR-BSM[213], para esclarecer que o intermediário pode iniciar o relacionamento contratual com o cliente sem que tenha obtido todas as informações cadastrais exigidas pela regulamentação, desde que tenha iniciado, em paralelo, todos os procedimentos relativos à obtenção das informações cadastrais.

Para tanto, é necessário que o intermediário esclareça em sua Política de PLDFT e em sua metodologia de ABR, as formas de obter as informações cadastrais exigidas, bem como que documente toda essa atividade, para que não descumpra regras ao permitir que um investidor realize operações tendo no seu cadastro informações faltantes.

Nas situações de maior risco, e sempre em linha com a Política de PLDFT, caberá ao intermediário buscar informações suplementares àquelas contidas no cadastro do cliente eventualmente disponíveis na própria instituição ou respectivo conglomerado financeiro, ou mesmo junto a terceiros previamente qualificados[214], conforme dispõe o Ofício-Circular nº 4/2020-CVM/SMI-SIN[215].

O intervalo de tempo mínimo e máximo para atualização das informações cadastrais dos clientes passou a ser definido pelo próprio intermediário, não devendo ultrapassar o prazo máximo de cinco anos contados a partir da data do cadastro ou da última atualização cadastral (artigo 4º, inciso III, da ICVM 617[216]). Assim, o cadastro de clientes de menor risco, conforme classificação do intermediário, deverá se adequar à periodicidade determinada na respectiva Política de PLDFT, observado o prazo máximo de cinco anos.

---

incisos I a III do art. 3º não devem aceitar ordens de movimentação de contas de clientes que estejam com os cadastros desatualizados, exceto nas hipóteses de pedidos de encerramento de conta ou de alienação ou resgate de ativos.

[213] Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/noticias/comunicado-externo-BSM-004-2020-ABR-e-INR.pdf. Acesso em: 30 nov. 2020.

[214] Vale ressaltar, que o intermediário possui um mandato para a eventual prospecção dessas informações adicionais, não ferindo o disposto na LGPD, cabendo reiterar que a utilização desses insumos por parte do intermediário não deve, para efeitos da PLDFT, ultrapassar o escopo das Leis 9613/98, 13.260/16 e 13.810/19.

[215] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi-sin/oc-smi-sin-0420.html. Acesso em: 4 mar. 2021.

[216] Art. 4º As pessoas jurídicas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução devem elaborar e implementar política de PLDFT contendo, no mínimo: [...] III – definição dos critérios e periodicidade para atualização dos cadastros dos clientes ativos, de acordo com o art. 11, observando-se o intervalo máximo de 5 (cinco) anos.

No material publicado pela BSM, há a exigência de que clientes de maior risco, conforme classificação do intermediário, deverão ter seus cadastros adequados, de acordo com a periodicidade determinada na Política de PLDFT, observado o período máximo de renovação de 24 meses, contados a partir da data do cadastro ou da última atualização cadastral, o que replica a ideia exposta anteriormente na ICVM 301.

Segundo o Ofício-Circular nº 4/2020-CVM/SMI-SIN, trata-se de boa prática alinhar o prazo de atualização do perfil de investimento do cliente com o prazo de atualização do cadastro do cliente, previsto na Política de PLDFT, quando possível, pois haveria a possibilidade de aproveitamento de informações entre a parte cadastral e o preenchimento do perfil de investimento do cliente.

O intermediário também deverá difundir perante seus clientes a importância de manter seus dados cadastrais atualizados, disponibilizando canais para que os investidores e seus representantes comuniquem as atualizações necessárias (artigo 11, §1º, da ICVM 617[217]).

Porém, como o processo de cadastro é um dever do intermediário, cabe às corretoras e distribuidoras manter controles que captem a necessidade de atualização cadastral do cliente e impeçam o cliente de realizar operações caso não esteja com a atualização cadastral em dia, se esta for a política adotada pelo intermediário.

Dessa forma, havendo ou não evidência de desatualização dos dados de cadastro, ou mesmo havendo a responsabilidade do cliente de atualizar suas informações cadastrais, a regra imposta pela ICVM 617 traz o dever ao intermediário de realizar tal atualização cadastral, por meio dos controles que adotar.

Tais controles podem ser feitos de maneira eletrônica, por meio de sistemas que auxiliem o intermediário nessa função, conforme permitido pelo artigo 5º, §1º da ICVM 505[218-219] e pelo artigo 7º, inciso I, alínea a, da ICVM 617[220].

---

[217] Art. 11. As pessoas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução que tenham relacionamento direto com o investidor devem identificá-lo, manter seu cadastro atualizado de acordo com o conteúdo indicado nos Anexos 11-A e 11-B e nos termos da alínea "b", inciso II do art. 4º. § 1º As pessoas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º devem continuamente difundir perante seus clientes a importância da manutenção de seus dados cadastrais atualizados, disponibilizando canais para que esses investidores e seus representantes, conforme o caso, comuniquem quaisquer atualizações, observado o disposto no inciso II do art. 2º do Anexo 11-A.

[218] Art. 5º O intermediário deve efetuar e manter o cadastro de seus clientes com o conteúdo mínimo determinado em norma específica. §1º O cadastro de clientes pode ser efetuado e mantido em sistema eletrônico.

[219] Correspondente ao artigo 6°, §1°, da Resolução CVM n° 35.

[220] Art. 7º As pessoas jurídicas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução devem: I – adotar e implementar regras, procedimentos e controles internos consistentes com o seu porte, bem como com o volume, complexidade e tipo das atividades que desempenham no mercado de valores mobiliários de forma a viabilizar

Conforme artigo 12, da ICVM 617[221], o sistema alternativo de cadastro é facultado a todos os intermediários e sua implementação não depende de autorização da CVM, como acontecia anteriormente, na vigência da ICVM 301. Porém, referido sistema alternativo deve estar previsto na Política de PLDFT do intermediário, com as evidências de sua implementação acessíveis à CVM, bem como ao autorregulador.

O sistema escolhido deve possibilitar o acesso imediato do intermediário aos dados cadastrais dos clientes, permitindo a identificação da data e do conteúdo de todas as alterações e atualizações realizadas no cadastro do cliente (artigo 5º, §2º, inciso I e artigo 5º-A, da ICVM 505[222-223]).

Os sistemas eletrônicos de cadastro dos intermediários devem conter trilhas de auditoria íntegras e suficientes para assegurar o rastreamento das inclusões, alterações e exclusões feitas nas informações cadastrais dos clientes, devendo permitir identificar, no mínimo, o usuário responsável pelo acesso, inclusões e alterações no sistema, a data e hora do evento e qual tipo de evento se trata (artigo 5º-A, da ICVM 505[224]).

O intermediário que participar de um conglomerado financeiro poderá ter um sistema de cadastro unificado para compartilhamento com todo o grupo. Este fato não afastará a responsabilidade do conglomerado e, principalmente, do intermediário de cumprir com as regras que envolvem o mercado de valores mobiliários, as quais foram criadas e moldadas visando a sua realidade e peculiaridades.

Importante destacar que a atualização de informações no período determinado pelo intermediário, pode ser feita de diversas maneiras, não havendo uma regra ou procedimento obrigatório, podendo o intermediário validar as informações já constantes ou realizar as atualizações necessárias por meio de telefonema com o cliente, tendo em vista que as

---

a fiel observância das disposições desta Instrução, contemplando, inclusive: a) a análise prévia para efeitos de mitigação de riscos de LDFT de novas tecnologias, serviços e produtos.

[221] Art. 12. É permitida a adoção de sistemas alternativos de cadastro, inclusive por meio eletrônico, desde que as soluções adotadas satisfaçam os objetivos das normas vigentes e os procedimentos sejam passíveis de verificação. Parágrafo único. A assinatura do cliente ou de seu procurador no cadastro pode ser efetuada por meio digital, ou, no caso de sistemas eletrônicos, suprida por outros mecanismos, desde que os procedimentos adotados permitam confirmar com precisão a identificação do cliente.

[222] Artigo 5º O intermediário deve efetuar e manter o cadastro de seus clientes com o conteúdo mínimo determinado em norma específica.

[...] §2º O sistema eletrônico de manutenção de cadastro de clientes de que trata o §1º deve: I – possibilitar o acesso imediato do intermediário aos dados cadastrais; e II – utilizar tecnologia capaz de cumprir integralmente com o disposto na presente Instrução e nas normas específicas a respeito de cadastro de clientes.

5º-A O cadastro de clientes mantido pelo intermediário deve permitir a identificação da data e do conteúdo de todas as alterações e atualizações realizadas.

[223] O artigo 5º, §2º, inciso I, da ICVM 505, corresponde ao artigo 6º, §2º, inciso I, da Resolução CVM n° 35. Já o artigo 5º-A, da ICVM 505, corresponde ao artigo 7º, da Resolução CVM n° 35.

[224] Corresponde ao artigo 7º, da Resolução CVM n° 35.

ligações entre intermediários e clientes são gravadas, por e-mail indicado na ficha cadastral do cliente, ou por carta, deixando tais evidências junto à ficha cadastral original. Inclusive, o intermediário pode se valer de informações públicas para realizar as atualizações e análises de risco devidas.

Ou seja, qualquer tipo de evidência íntegra pode ser utilizado para o intermediário demonstrar o cumprimento de tal dever.

As atualizações das informações cadastrais dos investidores são relevantes, pois "permitem a exata identificação dos comitentes das operações, além do que permitem a verificação da compatibilidade entre o patrimônio dos investidores e suas operações financeiras"[225], conforme destacado pelo Diretor da CVM Sergio Weguelin.

Infração a essas regras gera responsabilização do intermediário, que não pode permitir que tais situações ocorram, uma vez que "a falta de informações nos cadastros dos clientes das corretoras de valores mobiliários inviabiliza a detecção de operações suspeitas, prejudicando o combate à lavagem de dinheiro"[226], conforme ressaltado pelo Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro.

Como se vê, a norma impõe um dever de conduta ao intermediário, cabendo a ele, sempre que demandada pela CVM ou pelo autorregulador, demonstrar que tomou todas as medidas ao seu alcance para obter a completa identificação do cliente, inclusive sobre o beneficiário final. Mas dita situação não implica a obrigação por parte do intermediário de não iniciar, ou mesmo de encerrar o relacionamento com o cliente, cuja decisão continua sob a alçada da própria instituição, à luz de sua abordagem e apetite ao risco, incluindo aí o risco reputacional, se for o caso.

---

[225] Trecho do voto do Diretor da CVM Sergio Weguelin no âmbito do PAS CVM nº RJ2002/5516, julgado em 16 de fevereiro de 2006. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20060216_PAS_RJ200255 16.pdf. Acesso em: 23 jun. 2019.

[226] Trecho do voto do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro no âmbito do PAS CVM nº SP2003/0042, julgado em 6 de maio de 2004. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040506_PAS_SP200300 42.pdf. Acesso em: 23 jun. 2019.

Por fim, as informações cadastrais devem ser guardadas pelo prazo de 5 anos pelos intermediários, em razão da exigência do artigo 26 da ICVM 617[227], do artigo 36 da ICVM 505[228-229] e do item 16 do Roteiro Básico[230].

4.1.3. Cadastro Simplificado

Os intermediários que tiverem como clientes investidores não-residentes podem manter um cadastro simplificado deste tipo de investidor, conforme facultado pelo artigo 9º da ICVM 505[231-232].

Para que o cadastro simplificado seja possível, o investidor residente deve ser cliente de uma instituição intermediária estrangeira, a qual pode pertencer ao mesmo conglomerado financeiro do intermediário no Brasil, ou não. Em caso de o intermediário brasileiro e estrangeiro não pertencerem ao mesmo grupo, deve existir um contrato entre eles. Este contrato tem as suas cláusulas mínimas reguladas pelo administrador de mercado organizado, o que no caso da B3 se deu pelos Ofícios 048/2017-DP, de 28 de agosto de 2017, e 053/2012-DP, de 28 de julho de 2012.

Além disso, o investidor não-residente deve estar devidamente cadastrado no intermediário estrangeiro, devendo este apresentar ao intermediário brasileiro as informações cadastrais devidamente atualizadas para o cumprimento das regras brasileiras, sendo que o intermediário estrangeiro deve adotar práticas adequadas de identificação e cadastro de clientes condizentes com as regras de seu país de origem.

---

[227] Art. 26. As pessoas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º devem manter à disposição da CVM, durante o período mínimo de 5 (cinco) anos, toda documentação relacionada às obrigações previstas nos Capítulos II a V e VII.

[228] Art. 36. Os intermediários devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos contados do recebimento ou da geração pelo intermediário, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções, sejam eles físicos ou eletrônicos, assim como a íntegra das gravações referidas no art. 14, as trilhas de auditoria referidas no art. 5º-A e no inciso II do parágrafo único do art. 13, e os registros das origens das ordens referidos no inciso I do §1º do art. 15.

[229] Corresponde ao artigo 48 da Resolução CVM n° 35.

[230] Item 16. O Participante deve manter os cadastros de seus Clientes durante o período mínimo de 5 (cinco) anos a partir do encerramento da conta ou da conclusão da última transação realizada em nome dele, podendo esse prazo ser estendido indefinidamente na hipótese de existência de investigação comunicada formalmente pela CVM ao Participante.

[231] Art. 9º É facultado ao intermediário manter cadastro simplificado de investidores não residentes [...]

[232] Não há artigo correspondente na Resolução CVM n° 35, que revoga a ICVM 505. As questões envolvendo cadastro de investidores não residentes estão regulamentadas na ICVM 617, em seu Capítulo IV e Anexo 11-B.

Por fim, a instituição estrangeira não poderá estar localizada em país de alto risco em matéria de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, além de não estar em um país não cooperante com os organismos internacionais, e que o seu órgão regulador do mercado de valores mobiliários seja signatário de acordo de cooperação mútua com a CVM, por meio do memorando multilateral de entendimentos da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

Levando em consideração a metodologia de ABR, que os intermediários devem adotar por conta da entrada em vigor da ICVM 617, acrescenta-se aos deveres das corretoras e distribuidoras que possuem cadastro simplificado de investidores não-residentes o dever de adotar medidas específicas de avaliação do risco que decida atribuir à instituição estrangeira.

Na orientação emitida pela BSM, verifica-se que a obtenção de informações cadastrais pelo intermediário brasileiro não é simples, por conta da cadeia de relacionamento até se chegar ao investidor não-residente[233], já que este último, pela legislação brasileira, é considerado como cliente do intermediário brasileiro e, muitas vezes, o beneficiário final.

Portanto, não raro, a incompletude de informações apresenta-se como elemento inescapável a essa cadeia de relacionamento, e não caracteriza irregularidade caso a corretora ou distribuidora brasileira demonstre que diligenciou para obter informações e que tratou essa incompletude por meio da ABR, classificando este cliente no risco adequado por conta da falta de informações cadastrais.

Dessa forma, a aplicação da ABR permite administrar, também no caso de cadastro simplificado de investidor não-residente, o risco de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo no cenário de incompletude de informações, sobretudo, no que se refere à não identificação do beneficiário final.

A incompletude de informação também não se confunde com a desatualização cadastral. Se, ao realizar a atualização cadastral, na forma do artigo 4º, inciso III, da ICVM 617[234], o intermediário não conseguir a totalidade de informações sobre seu cliente não-

---

[233] Como visto na orientação, o investidor não-residente, normalmente, não se conecta diretamente ao intermediário estrangeiro, havendo, muitas vezes, um gestor e um fundo estrangeiro que fazem parte dessa cadeia também.
Assim, intermediário no Brasil mantém contrato com as instituições estrangeiras, que, por sua vez, mantêm relacionamento comercial com os gestores de carteira estrangeiros, representantes de Cliente INR. Em alguns casos, a instituição estrangeira também assume, perante o intermediário, a função de gestor ou representante do investidor não-residente.

[234] Art. 4º As pessoas jurídicas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução devem elaborar e implementar política de PLDFT contendo, no mínimo: [...] III – definição dos critérios e periodicidade para atualização dos cadastros dos clientes ativos, de acordo com o art. 11, observando-se o intervalo máximo de 5 (cinco) anos.

residente, mas tiver feito diligências adequadas para obter as informações cadastrais, não será aplicável a vedação à aceitação de ordens de movimentação de contas, a que se refere o artigo 11, §3º, da ICVM 617[235].

Assim, verifica-se a importância e relevância que é dada pela legislação ao cadastro de investidores e o papel relevante que os intermediários possuem nessa entrada do investidor no mercado de valores mobiliários e na manutenção e atualização das informações cadastrais durante o relacionamento e permanência do investidor no mercado, havendo diversos deveres impostos para as corretoras e distribuidoras com o intuito delas colaborarem com o sistema de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

4.1.4. *Suitability*

Como mencionado anteriormente, a regulamentação do mercado de valores mobiliários, desde os anos 30, com a publicação do *Securities Act* (1933) e do *Securities Exchange Act* (1934), está pautada, em grande parte, pela mitigação da assimetria informacional para os investidores, baseada no princípio do *full disclosure*.

Porém, após a crise do *sub prime* em 2007/2008[236], a proteção ao investidor começou a ganhar novas facetas, no sentido de que não bastava o *full disclosure* de informações, pois mesmo o investidor tendo acesso a todas as informações que envolvam o mercado de valores mobiliários, ele pode não estar apto a entendê-las ou digeri-las.

Nesse sentido, a IOSCO publicou um reporte em 2013, no qual afirma que:

---

[235] Art. 11. As pessoas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução que tenham relacionamento direto com o investidor devem identificá-lo, manter seu cadastro atualizado de acordo com o conteúdo indicado nos Anexos 11-A e 11-B e nos termos da alínea "b", inciso II do art. 4º. [...] § 3º As pessoas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º não devem aceitar ordens de movimentação de contas de clientes que estejam com os cadastros desatualizados, exceto nas hipóteses de pedidos de encerramento de conta ou de alienação ou resgate de ativos.

[236] É claro que anteriormente à crise do *sub prime* já havia preocupações, orientações e princípios sobre o assunto, mas a relevância ao *suitability* veio mesmo após os problemas verificados de envolvimento de investidores na negociação de ativos vinculados às hipotecas norte-americanas, sem o mínimo de conhecimento, apenas porque os intermediários "empurravam" tais títulos a esses investidores, com a falsa promessa de lucro fácil e baixo risco. O maior volume de operações com derivativos *sub prime* foram entre os bancos, e bancos e as seguradoras, mas houve envolvimento também do varejo nessas operações, mas não sendo o principal problema para a crise. As principais causas da crise do *sub prime* foram: (i) a falha de controladoria, (ii) a falha de gestão de risco e (iii) a falha das agências de *rating*.
Porém, pelo contexto da crise, que também envolveu a perda financeira de investidores pessoas físicas, que mantinham em carteira produtos que não tinham conhecimento para operar, também gerou motivação para o surgimento de novas regulamentações para proteção do investidor, como o *suitability*, por exemplo.

> *[...] recent experience also suggests that regulatory strategies that rely heavily on disclosure, without consideration of the sophistication of the customer and/or suitability of the product, may not achieve satisfactory outcomes in terms of customer protection, especially where complex financial products are sold.*[237]

Por conta dessa situação, a regulação do mercado de valores mobiliários passou a agregar como elemento de proteção aos investidores a distribuição de produtos por parte dos intermediários, ou seja, criaram-se regras para o momento em que o intermediário vai oferecer ou recomendar determinado produto (valor mobiliário, por exemplo) ou serviço ao seu cliente, com o intuito de impedir ofertas indiscriminadas que não correspondam ao perfil do cliente.

A recomendação de produtos, serviços e operações, trata da emissão de opinião ou juízo de valor por parte do intermediário, com o intuito de influenciar o investidor em sua tomada de decisão.

Por estes motivos, este processo do investidor de escolha do produto que quer investir deve ser protegido, para que o intermediário não possa se aproveitar de determinada situação, como a fragilidade de conhecimento sobre o produto ou risco, para influenciar de maneira perversa o investidor[238-239].

Para isso, foram criadas regras que visam garantir que os intermediários apenas façam recomendações de operações com valores mobiliários ou instrumentos financeiros que são adequadas para o nível de experiência, conhecimento e capacidade financeira dos clientes, pois, desta forma, os clientes seriam mais capazes de compreender os riscos associados ao produto e tomarem melhores decisões de investimento.

Nessa linha, o regulador publicou a Instrução CVM n° 539/2013[240] (ICVM 539), impondo diversos deveres aos intermediários de modo a mitigar a oferta indiscriminada de produtos aos clientes, sendo que a premissa desta instrução é que os intermediários estão

---

[237] IOSCO. **Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products**. 2013, p. 4-5. Disponível em: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.
[238] Outros participantes do sistema de distribuição, que possuem tratamento com o cliente de oferta de produtos, serviços ou operações, como, por exemplo, administradores de carteira, agentes autônomos e fundos de investimentos, também devem respeitar e cumprir as normas de *suitability*.
[239] A importância do tema *suitability* se reflete na sua colocação no Plano Bienal da CVM de Supervisão Baseada em Risco. Disponível em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-plano-bienal-de-supervisao-baseada-em-risco-2021-2022. Acesso em: 19 fev. 2021.
[240] A ICVM 539 foi substituída pela Resolução CVM nº 30, que entrou em vigor em 1° de junho de 2021.

proibidos de recomendar produtos que estejam fora do perfil de investimento de seu cliente (artigo 1º, da ICVM 539[241-242]).

Isso não quer dizer que o intermediário só possa ter disponível para o investidor aqueles produtos que se encaixam no perfil de investimento do cliente. Pelo contrário, o portfólio de produtos e serviços que o intermediário possui pode estar à disposição de todos os clientes, o que se procura evitar é a recomendação do intermediário diretamente ao investidor de um produto que esteja fora de seu perfil.

Há, portanto, um dever dos intermediários de verificar a adequação dos produtos e serviços ao perfil do cliente antes de sua recomendação, ou seja, analisar se a oferta é *suitable* ao investidor em razão de seu perfil de investimento[243].

Este dever, como já mencionado pela CVM na Audiência Pública sobre a referida norma[244], "decorre da necessária proteção aos investidores do mercado, que implica a obrigação de o participante de mercado [intermediário] atuar com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes", o que está ligado com o dever mais abrangente exposto no artigo 30, da ICVM 505[245].

Para o cumprimento deste dever é essencial que o intermediário determine o perfil de investimento de seu cliente. Para isso, o intermediário deve aferir, no mínimo, a situação financeira[246], o conhecimento ou experiência com os produtos e serviços que podem ser

---

[241] Art. 1° As pessoas habilitadas a atuar como integrantes do sistema de distribuição e os consultores de valores mobiliários não podem recomendar produtos, realizar operações ou prestar serviços sem que verifiquem sua adequação ao perfil do cliente.

[242] Corresponde ao artigo 2°, da Resolução CVM nº 30.

[243] As recomendações devem considerar os custos diretos e indiretos associados aos produtos, serviços ou operações, não devendo ser recomendados aqueles que impliquem custos excessivos e inadequados ao perfil do cliente (artigo 2º, §5º, da ICVM 539 - corresponde ao artigo 3º, §5º, da Resolução CVM nº 30).

[244] Edital de Audiência Pública SDM nº 15/2011. Disponível em: www.cvm.gov.br/audiências_publicas/ap_sdm/20111511.html. Acesso em: 20 set. 2020.

[245] Corresponde ao artigo 31, da Resolução CVM n° 35.

[246] Na aferição sobre a situação financeira do cliente a análise deve conter, no mínimo, a verificação do valor das receitas regulares declaradas pelo cliente, o valor e os ativos que compõem o patrimônio do cliente e a necessidade futura de recursos do cliente (artigo 2º, §2º, da ICVM 539 - corresponde ao artigo 3º, §2º, da Resolução CVM nº 30).

ofertados ou recomendados[247] e os objetivos pretendidos pelo cliente[248] (artigo 2º, da ICVM 539[249-250]).

A partir destes três pilares, o intermediário deve preparar um questionário ao cliente[251], que deve ser preenchido junto com o cadastro dele, e a partir das respostas o intermediário deve classificar o cliente em determinadas categorias de perfil de risco previamente estabelecidas pelo próprio intermediário (artigo 3º, da ICVM 539[252-253]).

A classificação mais comum encontrada é de perfis conservadores, moderados e agressivos, mas nada impede que cada intermediário traga nomes e categorias diferentes de perfis de investimento de cliente.

Importante esclarecer que estes perfis medem o apetite a risco que o cliente está disposto a tomar. Assim, quanto mais arriscado é o perfil do cliente, maior a gama de produtos que o intermediário poderá recomendar, com produtos mais complexos e com riscos maiores no mercado de valores mobiliários, ou seja, que podem ter um grande retorno financeiro, mas ao mesmo tempo podem proporcionar perdas relevantes ao patrimônio do investidor.

Definido o perfil de investimento do cliente, este somente poderá receber ofertas e recomendações do intermediário de produtos e serviços que estejam alinhados com tal perfil. Para tanto, as corretoras e distribuidoras devem classificar seus produtos de acordo com estes perfis de investimento.

Isso quer dizer que o intermediário deve associar os seus diferentes produtos nas categorias de risco que o cliente está disposto a tomar, não havendo uma classificação única,

---

[247] Na aferição sobre conhecimento do cliente a análise deve conter, no mínimo, os tipos de produtos, serviços e operações com os quais o cliente tem familiaridade, a natureza, o volume e a frequência das operações já realizadas pelo cliente no mercado de valores mobiliários, bem como o período em que tais operações foram realizadas, e a formação acadêmica e a experiência profissional do cliente, se tem ligação com o mercado de valores mobiliários (artigo 2º, §3º, da ICVM 539 - corresponde ao artigo 3º, §3º, da Resolução CVM nº 30).

[248] Na aferição sobre os objetivos do cliente com os investimentos que pretende fazer, a verificação deve contar, no mínimo, o período em que o cliente deseja manter o investimento; os riscos aceitos e as finalidades do investimento (artigo 2º, §1º, da ICVM 539 - corresponde ao artigo 3º, §1º, da Resolução CVM nº 30).

[249] Art. 2º As pessoas referidas no art. 1º devem verificar se: I – o produto, serviço ou operação é adequado aos objetivos de investimento do cliente; II – a situação financeira do cliente é compatível com o produto, serviço ou operação; e III – o cliente possui conhecimento necessário para compreender os riscos relacionados ao produto, serviço ou operação.

[250] Corresponde ao artigo 3º, da Resolução CVM nº 30.

[251] Assim como o cadastro, é comum encontrarmos o questionário de *suitability* em formato eletrônico.

[252] Art. 3° Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 2°, as pessoas referidas no art. 1° devem avaliar e classificar o cliente em categorias de perfil de risco previamente estabelecidas.

[253] Corresponde ao artigo 4º, da Resolução CVM nº 30.

podendo variar entre os intermediários (artigo 4º, da ICVM 539[254-255]). Mas esta análise e classificação deve levar em consideração, no mínimo, os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes, o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto, a existência de garantias e os prazos de carência (artigo 4º, parágrafo único, da ICVM 539[256-257]).

Desta forma, é comum verificar que aqueles produtos que tenham baixo risco, sofram com menor volatilidade e tenham garantias como a do FGC, por exemplo, podem ser classificados como produtos menos complexos que serão recomendados para investidores com perfil conservador. Nesta categoria é habitual encontrar produtos como títulos do Tesouro, Certificados de Depósitos Bancários (CDBs), Letras de Crédito Imobiliário (LCIs) e Letras de Crédito do Agronegócio (LCAs).

Já aqueles produtos de alto risco, de grande volatilidade, que podem gerar perdas superiores ao principal investido, produtos com alavancagem e que não permitem o cliente se desfazer a qualquer momento, podem ser classificados como sendo mais complexos e com recomendação apenas para clientes com perfil mais agressivo, que já estejam dispostos a tomar um risco maior em busca de melhor rentabilidade e ganhos para seus investimentos. Nesta categoria, valores mobiliários como os derivativos são os mais usuais de serem encontrados.

Por fim, os produtos que possuem risco mediano, por não serem tão voláteis, como as ações e debêntures, normalmente são recomendados para os investidores de perfil de investimento moderado.

Assim, tem-se que os investidores com o perfil de investimento mais apto a tomar risco podem receber recomendações de todos os produtos e serviços que o intermediário dispõe, seja um ativo de baixo ou de alto risco. Já aquele investidor com o perfil mais conservador só poderá receber recomendações de produtos que estejam adequado a este seu

---

[254] Art. 4° Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 2°, as pessoas referidas no art. 1° devem analisar e classificar as categorias de produtos com que atuem, identificando as características que possam afetar sua adequação ao perfil do cliente.

[255] Corresponde ao artigo 5°, da Resolução CVM n° 30.

[256] Art. 4° Com o objetivo de atender às obrigações contidas no art. 2°, as pessoas referidas no art. 1° devem analisar e classificar as categorias de produtos com que atuem, identificando as características que possam afetar sua adequação ao perfil do cliente. Parágrafo único. Na análise e classificação das categorias de produtos devem ser considerados, no mínimo: I – os riscos associados ao produto e seus ativos subjacentes; II – o perfil dos emissores e prestadores de serviços associados ao produto; III – a existência de garantias; e IV – os prazos de carência.

[257] Corresponde ao artigo 5°, parágrafo único, da Resolução CVM n° 30.

perfil, não podendo receber ofertas de ativos que tenham risco maior do que aquele que consta como resultante do questionário de *suitability*.

Caso isto ocorra, pode o intermediário ser acusado pela CVM ou pela BSM[258] de oferecer e realizar operação incompatível com o perfil do cliente, como foi feito no Processo Administrativo Sancionador CVM nº SP2014/383[259], por exemplo.

Por outro lado, caso o investidor, em seu livre arbítrio de decidir os investimentos que deseja realizar no mercado de valores mobiliários, envie uma ordem de execução de operação que esteja fora de seu perfil de investimento, não haverá empecilho para a sua execução, mas o intermediário deve alertar o seu cliente de que esta operação não é compatível com o seu perfil.

Assim, o intermediário não tem o dever de impedir a operação que foi realizada pelo próprio cliente, mas tem que ter sistemas e controles capazes de identificar, monitorar e avaliar este tipo de situação para alertá-lo que a ordem enviada está relacionada a uma operação cujo produto não está compatível com o perfil de risco traçado pelo intermediário a partir do questionário respondido pelo cliente, devendo obter declaração expressa de que o cliente tem ciência de que o negócio que está prestar a realizar está em situação incompatível com o seu perfil de investimento[260].

Destaca-se que este alerta é necessário apenas uma vez por produto, caso o investidor volte a operar o mesmo produto que o intermediário já o alertou, não é necessário novo

---

[258] A BSM, até o presente momento, possui dois processos administrativos publicados em que acusou e condenou agentes autônomos de investimentos, ou seja, prepostos de corretoras, que recomendaram operações aos seus clientes que não estavam compatíveis com o perfil de investimento deles. São os PAD 31/2016 (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-031-pad. Acesso em: 22 mar. 2021) e PAD 06/2017 (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2017-006-pad. Acesso em: 22 mar. 2021).
Há BSM também tem processos sancionadores em que analisa os controles e política de *suitability* dos intermediários como, por exemplo, o PAD 15/2017 (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/detalhes/PAD-015/2017. Acesso em: 17 mai. 2021).

[259] Neste processo, Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. foi acusada de infringir os artigos 30, parágrafo único, e 32, inciso V, da ICVM 505, pois na época dos fatos ainda não tinha sido editada a ICVM 539. A corretora foi julgada em 02/08/2016 e condena a pena de multa no valor de R$ 100.000,00, a qual foi mantida no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2016/20160802_PAS_SP201403 83.pdf e http://www.bcb.gov.br/crsfn/download.asp?arquivo=Recurso 10372.000116201721.pdf. Acessos em: 10 de set. de 2020.

[260] A CVM já decidiu, no âmbito do processo n° 19957.004014/2020-83, que operações que não sejam adequadas ao perfil de investimento do cliente são passíveis de ressarcimento no âmbito do MRP, em casos em que o intermediário deixar de alertar o cliente antes da operação e tampouco tenha obtido sua declaração expressa sobre a inadequação do produto ao seu perfil, são passíveis de ressarcimento no âmbito do MRP. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210223_R1/20210223_D2080.html. Acesso em: 30 mar. 2021.

alerta, pois parte-se da premissa de que, uma vez avisado, o investidor já tem as informações suficientes sobre aquele produto e seus riscos, sendo desnecessário um novo aviso.

Aqui também não há que se falar na necessidade de o intermediário forçar o seu cliente a mudar seu perfil de investimento até que sua classificação seja apta a negociar um valor mobiliário específico, pois o alerta sobre a negociação fora do perfil é suficiente para suprir a necessidade de o cliente ter conhecimento dos riscos do produto pelo seu intermediário.

Como mencionado, a existência do *suitability* é para proteção do investidor em face de ofertas e recomendações de produtos e serviços que venham a partir do intermediário. Se a decisão de investimento partiu do próprio investidor, não há que se falar em interferência do intermediário nessa situação, apenas o alerta para o investidor ter o conhecimento do risco que está tomando e que este risco é maior do que o perfil em que foi enquadrado, como consequência das respostas dadas pelo investidor ao questionário de *suitability*.

Os mesmos deveres se aplicam nas situações em que o cliente não preencheu o questionário *suitability* e, por esta razão, não possui um perfil de investimento definido ou este perfil está desatualizado (artigo 6º, da ICVM 539[261-262]).

O dever de *suitability* só é aplicável aos casos em que for feita uma oferta direta e específica ao cliente. As ofertas feitas a um público em geral e de maneira indistinta não estão abrangidas pela ICVM 539 (Resolução CVM n º 30). Dessa forma, ficam excluídas da incidência deste normativo os atos de distribuição pública, com a utilização de prospectos ou anúncios destinados ao público, bem como a procura de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, além da utilização de publicidade por meio de comunicação de massa ou eletrônica dirigida ao público em geral.

Nas situações em que o cliente opere com uma carteira de alocação de ativos, há necessidade de o intermediário, continuamente, verificar o devido enquadramento dessa carteira com o perfil de investimento do cliente, conforme orientação apresentada pela CVM no Ofício-Circular nº 9/2019-CVM-SMI[263].

---

[261] Art. 6º Quando o cliente ordenar a realização de operações nas situações previstas nos incisos I a III do art. 5º, as pessoas referidas no art. 1º devem, antes da primeira operação com a categoria de valor mobiliário: I – alertar o cliente acerca da ausência ou desatualização de perfil ou da sua inadequação, com a indicação das causas da divergência; e II – obter declaração expressa do cliente de que está ciente da ausência, desatualização ou inadequação de perfil.

[262] Corresponde ao artigo 7º, da Resolução CVM nº 30.

[263] Ofício-Circular nº 9/2019-CVM-SMI, de 18 de dezembro de 2019. Disponível em: www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0919.html. Acesso em: 22 set. 2020.

Para tanto, o intermediário poderá definir (i) a concentração máxima permitida por cada ativo; ou também (ii) o risco global da carteira de alocação de ativos utilizando-se de modelos adequados e passíveis de verificação.

Para cada perfil de cliente, o intermediário definirá a composição de ativos admissíveis na carteira do cliente, limitados pela concentração permitida de cada ativo.

Toda nova intenção, por parte do cliente, de adquirir um ativo ou desinvestir um ativo requererá ao intermediário identificar se a composição de ativos na carteira excederá o limite permitido para aquele perfil de cliente.

Caso haja um desenquadramento da carteira, o intermediário deve adotar os procedimentos descritos no artigo 6º, da ICVM 539[264], devendo alertar o investidor sobre este fato, bem como obter declaração expressa do cliente de que está ciente da inadequação.

A desatualização do perfil de investimento do cliente ocorre quando este não responde novamente o questionário de *suitability* em um período superior a 24 meses da última resposta, sendo que é dever do intermediário diligenciar para que seu cliente refaça seu perfil de investimento em intervalo de tempo que não supere os 24 meses citados anteriormente (artigo 8º, da ICVM 539[265-266]).

Para que todos estes deveres sejam adequadamente cumpridos, é exigido do intermediário o estabelecimento de regras e procedimentos escritos, com o intuito de detalhar como o intermediário se estruturará e como dará cumprimento à norma, bem como há a necessidade de ter controles internos que auxiliem o intermediário no cumprimento de tais regras (artigo 7º, inciso I, da ICVM 539[267-268]).

Assim, pode-se ter uma política em que o intermediário detalhe quais perguntas fará para seus clientes, como avaliará as respostas para enquadrar o cliente em um dos perfis de investimento e quais produtos seriam adequados para cada perfil de investimento.

Além disso, os controles internos estabelecidos pelo intermediário para auxiliar no cumprimento da norma devem ser passíveis de verificação, ou seja, deve ser um sistema ou papeis de trabalho que sejam auditáveis, pois o regulador ou o autorregulador, durante a

---

[264] Corresponde ao artigo 7º, da Resolução CVM nº 30.

[265] Art. 8º As pessoas referidas no art. 1º ficam obrigadas a: I – diligenciar para atualizar as informações relativas ao perfil de seus clientes em intervalos não superiores a 24 (vinte e quatro) meses; e II – proceder a nova análise e classificação das categorias de valores mobiliários em intervalos não superiores a 24 (vinte e quatro) meses.

[266] Corresponde ao artigo 9º, da Resolução CVM nº 30.

[267] Art. 7º As pessoas mencionadas no art. 1º desta Instrução que se organizarem sob a forma de pessoa jurídica ficam obrigadas a: I – estabelecer regras e procedimentos escritos, bem como controles internos passíveis de verificação, que permitam o pleno cumprimento do dever de verificação da adequação referido no art. 1º.

[268] Corresponde ao artigo 8º, inciso I, da Resolução CVM nº 30.

fiscalização que podem fazer nos intermediários, podem solicitar a análise desses controles para verificar como a corretora ou a distribuidora atua na prática, se houve recomendação fora do perfil ou se foram capazes de emitir o alerta quando o investidor, por conta própria, desejou realizar operação com produto fora de seu perfil de investimento.

Também há o dever de o intermediário adotar políticas internas de recomendação de produtos complexos[269], com a necessidade de destacar os riscos da estrutura desses produtos em comparação com produtos mais simples e da dificuldade em se determinar o valor deste produto, inclusive pela sua baixa liquidez. Exemplo desse tipo de situação são as opções negociadas em bolsa e as opções flexíveis negociadas em ambiente de balcão organizado, as quais podem ter o mesmo ativo objeto, mas possuem regras de exercício e prazos diferentes (artigo 7º, inciso II, da ICVM 539[270-271]).

O último dever apontado ao intermediário é de indicação de um diretor estatutário que será responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas na ICVM 539. Assim, os deveres primários são voltados aos intermediários, mas serão os diretores indicados que devem fazer com que a pessoa jurídica cumpra com esses deveres, estabelecendo e aprovando na prática as políticas e controles necessários, além dos reportes obrigatórios aos órgãos de administração do intermediário (artigo 7º, inciso III, da ICVM 539[272-273]).

Por fim, a ICVM 539 exclui a obrigatoriedade de o intermediário verificar a adequação do produto, serviço ou operação para (i) investidores qualificados, (ii) cliente pessoa jurídica de direito público, (iii) cliente que tenha carteira administrada por administrador de carteira profissional e autorizado pela CVM ou (iv) para cliente que tiver o seu perfil definido por consultor de valores mobiliários autorizado pela CVM, que esteja aplicando a recomendação dada pelo consultor[274].

---

[269] Conforme relatório da IOSCO: *"Although greater product complexity does not necessarily equate to greater product risk, there are a number of reasons for focusing on complex financial products. (...) risks posed by certain complex financial products arise from the fact that there may be multiple counterparties to the transaction; and this fact may not be readily apparent or well understood by potential customers"* IOSCO. **Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products**. 2013, p. 4. Disponível em: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

[270] Art. 7º As pessoas mencionadas no art. 1º desta Instrução que se organizarem sob a forma de pessoa jurídica ficam obrigadas a: [...] II – adotar políticas internas específicas relacionadas à recomendação de produtos complexos, que ressaltem: a) os riscos da estrutura em comparação com a de produtos tradicionais; e b) a dificuldade em se determinar seu valor, inclusive em razão de sua baixa liquidez.

[271] Corresponde ao artigo 8º, inciso II, da Resolução CVM nº 30.

[272] Art. 7º As pessoas mencionadas no art. 1º desta Instrução que se organizarem sob a forma de pessoa jurídica ficam obrigadas a: [...] III – indicar um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.

[273] Corresponde ao artigo 8º, inciso III, da Resolução CVM nº 30.

[274] Nessas situações, o intermediário deve exigir do cliente a avaliação de perfil de investimento feita pelo consultor. Ademais, para situações em que os produtos, serviços e operações comandadas pelo cliente não se

Nessas quatro hipóteses presume-se que o cliente possui certo nível de sofisticação, com conhecimento dos riscos, o que dispensa uma tutela específica do Estado sobre este tema no universo do mercado de valores mobiliários, podendo o intermediário realizar recomendações fora do perfil de investimento desses clientes.

4.2. Deveres na Negociação

Encerrada a fase de pré-negociação, na qual o cliente fez o seu cadastro no intermediário, celebrou o contrato de intermediação e de custódia, e decidiu em qual valor mobiliário irá investir a partir, ou não, de uma recomendação, inicia-se a fase de negociação, na qual o investidor enviará uma ordem de compra ou de venda para que o intermediário a encaminhe para execução no mercado organizado.

Neste momento, o intermediário deve cumprir diversos deveres, sendo o primeiro deles a própria recepção de ordem prévia ao negócio por meio gravado, seguido do envio da ordem ao mercado organizado, nos exatos termos que o cliente determinou, com especificação do valor mobiliário, preço, quantidade, prazo de validade da ordem e demais condições, conforme será explicado adiante, devendo executá-la nas melhores condições de mercado, ou seja, a preço igual ou melhor do que o determinado pelo investidor (*best execution*[275]).

Outro dever relevante tem relação com a funcionalidade dos canais eletrônicos do intermediário para envio de ordens pelo investidor, já que a maioria dos negócios são executados a partir de ordens enviadas pela internet, por meio de plataformas eletrônicas dos próprios intermediários (*home broker*) ou de terceiros (*vendors*), sendo um meio suscetível a falhas, que devem ser mitigadas pelas corretoras e distribuidoras[276].

---

relacionem diretamente à recomendação do consultor, não haverá dispensa da análise do perfil de investimento para este cliente.

[275] O regime de melhor execução, que será melhor detalhado adiante, está presente na regulamentação nos artigos 19 e 20 da ICVM 505, que atribuem ao intermediário a responsabilidade pela melhor execução – por ser considerado como mais adequado às características do mercado brasileiro, segundo o disposto pela CVM na Audiência Pública SDM n° 9/2019. Por esse dever, o intermediário deve executar o negócio nas melhores condições possíveis ao cliente, levando em consideração o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem. Na referida Audiência Pública, a CVM informa que uma nova regra sobre o tema deve conter um novo critério para aferição da melhor execução para investidores de varejo, qual seja, o do desembolso total pela operação. Ademais, a nova regra poderá estabelecer que o intermediário não estará obrigado a ser participante de todos os mercados em que as ordens de seus clientes podem vir a ser executadas, mas que deverá informá-los acerca da existência de outros mercados aos quais o intermediário não tem acesso.

[276] Como será apresentado mais a frente, a CVM, a partir de 2020, trouxe novas diretrizes sobre deveres de intermediários que oferecem aos seus clientes meios eletrônicos para envio de ordens para execução de negócios no mercado organizado. A título exemplificativo, a CVM publicou a ICVM 612, que modernizou as

Por fim, encontram-se deveres ligados à proteção do mercado de valores mobiliários como um todo e que estão vinculados à função do intermediário como *gatekeeper*. Esses deveres estão relacionados à prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo e à ocorrência de práticas abusivas, como a manipulação de mercado, por exemplo.

Ou seja, o intermediário deve evitar ou identificar e comunicar ao regulador e autorregulador situações que possam causar danos ao mercado como um todo e a investidores específicos, inclusive quando o intermediário esteja atuando com a sua carteira própria.

Assim, passa-se para a análise dos deveres dos intermediários na fase de negociação.

4.2.1. Ordem

Uma das funções mais relevantes dos intermediários no mercado secundário de valores mobiliários é a de executar as ordens de compra e venda dadas pelos investidores[277].

A ordem é o ato prévio à execução de um negócio, no qual o cliente manifesta, de forma expressa, a sua vontade, determinando ao intermediário que negocie ou registre operação com valor mobiliário em seu nome e nas condições que especificar[278].

A existência de ordem prévia do investidor para execução de um negócio no mercado secundário de valores mobiliários "é pressuposto do bom funcionamento do mercado", trazendo-lhe "transparência e confiabilidade". É por meio deste ato prévio que o "cliente manifesta ao intermediário sua vontade inequívoca de negociar determinado ativo em seu nome nas condições que especificar"[279].

---

regras sobre envio de ordens e execução de negócios por meios eletrônicos, revogando a ICVM 380, que era de 2002 e tratava sobre operações realizadas em bolsas e mercados de balcão organizado por meio da rede mundial de computadores.
Além disso, publicou os Ofícios Circulares n° 3 e 6, que tratam de deveres dos intermediários quando há falhas nos sistemas eletrônicos de envios de ordem por meio da internet, determinando o estabelecimento, por exemplo, pelo intermediário, de tempo para atendimento do cliente em canais alternativos e o tempo máximo de latência para que sua ordem seja executada.

[277] Essa afirmação já era feita pela CVM desde 1978: "A compra e a venda de valores mobiliários representa a principal atividade a ser desenvolvida pelos integrantes do sistema de intermediação, constituindo-se todas as outras formas de prestação de serviços em atividades auxiliares ou complementares a essa atividade; em todas elas existe uma relação de confiança entre o intermediário e seu cliente". Voto 426/1978 proferido por Roberto Teixeira da Costa, aprovado pela 311ª sessão do Conselho Monetário Nacional, realizada sob presidência do Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, em 20 de dezembro de 1978. Disponível em https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0311_CMN.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

[278] Conforme artigo 1º, inciso V, da ICVM 505.

[279] Trechos do voto do Diretor da CVM, Henrique Balduino Machado Moreira, no julgamento do PAS nº 19957.002587/2017-77 (RJ2017/4091), em 13 de agosto de 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ2017-4091.pdf. Acesso em: 15 nov. 2020.

Por esta razão, o intermediário não poderá realizar operações em nome do cliente sem que haja uma ordem prévia, conforme previsão do artigo 12, da ICVM 505[280-281].

Portanto, verifica-se a relevância da ordem como ato que dá início à atividade de intermediação da corretora e da distribuidora para representar seu cliente no mercado secundário e buscar concretizar o negócio requerido pelo cliente nas melhores condições[282].

Para cumprir com esse dever, é importante que o intermediário identifique e registre a pessoa que está emitindo a ordem, conforme dispõe o §4º, do artigo 12 da ICVM 505[283-284], já que a ordem pode ser transmitida pelo próprio investidor, seu representante legal ou por pessoa autorizada pelo cliente.

As informações sobre as pessoas autorizadas a emitir ordens pelo investidor, incluindo os procuradores, em caso de representação, devem estar contidas no cadastro do cliente[285]. Tal dever é relevante, pois pode mitigar os riscos da conta do cliente ser capturada por terceiro, já que o emissor está devidamente identificado e, caso não seja alguém previamente cadastrado, o intermediário poderá suspeitar e investigar essa situação, evitando o cometimento de irregularidades como, por exemplo, *churning*, ou alguma operação fraudulenta, em razão de o cliente ter sido induzido a erro.

Desta forma, antes que o intermediário encaminhe a ordem para o sistema de negociação de valores mobiliários, este deve checar se quem está emitindo tal ordem é o próprio investidor ou alguém que o está representando e que esteja devidamente registrado nas informações cadastrais do cliente, pois a emissão de ordem em nome do cliente, por quem não está autorizado, não é permitida, e a execução deste negócio pode ser considerada como uma operação sem ordem prévia, já que contraria o artigo 12, da ICVM 505[286].

---

[280] Art. 12. O intermediário somente pode executar negócio ou registrar operação com valores mobiliários para um cliente mediante sua ordem prévia, e nas condições estabelecidas, ressalvadas as exceções previstas em Lei ou nas normas editadas pela CVM e pela entidade administradora de mercado organizado em que o intermediário seja autorizado a operar.

[281] Corresponde ao artigo 12, da Resolução CVM n° 35.

[282] Conforme Comunicado Externo 020/2017-DP da BSM publicado pela B3 em 21 de dezembro de 2017: "É pressuposto do bom funcionamento do mercado de bolsa que toda operação executada em nome de cliente seja precedida de ordem prévia, por meio da qual o cliente determina ao Participante que negocie em seu nome e nas condições que especificar. Assim, a ordem traduz a vontade inequívoca do cliente de executar determinada operação".

[283] Art. 12. O intermediário somente pode executar negócio ou registrar operação com valores mobiliários para um cliente mediante sua ordem prévia, e nas condições estabelecidas, ressalvadas as exceções previstas em Lei ou nas normas editadas pela CVM e pela entidade administradora de mercado organizado em que o intermediário seja autorizado a operar. [...]

§4º O intermediário deve identificar e registrar o emissor da ordem, seja ela transmitida pelo cliente, por seu procurador, representante legal, ou por pessoa autorizada pelo cliente, por ocasião de sua transmissão nos termos dos incisos I e II do §1º deste artigo.

[284] Corresponde ao artigo 12, §4º, da Resolução CVM n° 35.

[285] Artigo 1º, alíneas "p", "q", "r" e "s", do Anexo 11-A, da ICVM 617.

[286] Corresponde ao artigo 12, da Resolução CVM n° 35.

A confirmação do emissor da ordem irá variar de acordo com o meio que esta ordem foi emitida, uma vez que a emissão de ordens deve se dar por um dos meios estabelecidos pela CVM, conforme dispõe o §1º, do artigo 12, da ICVM 505[287-288].

Assim, o investidor ou o terceiro devidamente cadastrado poderá transmitir suas ordens por: (i) telefone ou outros sistemas de transmissão de voz, (ii) escrito, que inclui ordens por e-mail, sistemas de mensagens eletrônicas (SMS, por exemplo) e aquelas recebidas presencialmente, que devem ser transcritas em um documento, o qual é conhecido por "boleta", e (iii) sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado (também conhecidos como *direct market access* – DMA), que são plataformas conectadas à internet que permitem ao investidor ter acesso a informações dos valores mobiliários negociados nos mercados organizados para analisar as cotações dos ativos, montar suas estratégias e emitir suas ordens.

Tais meios de transmissão de ordens não são excludentes, podendo o investidor se utilizar de todos os meios oferecidos pelo intermediário, desde que tal meio esteja previamente indicado pelo cliente em seu cadastro[289].

A indicação por quais canais de transmissão de ordens o cliente atuará é importante pois, se houver o envio de alguma ordem por um canal diferente daqueles registrados no cadastro, isso pode indicar que haja alguma irregularidade, como, por exemplo, a tomada da conta do cliente por um terceiro não autorizado.

Desta forma, conforme o meio de transmissão escolhido pelo cliente para transmitir suas ordens, haverá uma forma diferente de identificação deste por parte do intermediário. Se a ordem for emitida por telefone, por exemplo, a identificação pode se dar pelo número do cliente, que previamente está registrado na ficha cadastral, além da confirmação de algumas informações pessoais tais como nome completo, CPF ou data de nascimento, que poderão ser suficientes para o cumprimento deste dever.

Já no caso de ordens por escrito, pode-se conciliar o e-mail do investidor com aquele registrado na ficha cadastral. Isso vale para mensagens enviadas por Skype ou sistemas

---

[287] Art. 12. O intermediário somente pode executar negócio ou registrar operação com valores mobiliários para um cliente mediante sua ordem prévia, e nas condições estabelecidas, ressalvadas as exceções previstas em Lei ou nas normas editadas pela CVM e pela entidade administradora de mercado organizado em que o intermediário seja autorizado a operar. [...]
§1º A ordem pode ser transmitida: I – por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz; II – por escrito, incluindo as ordens recebidas presencialmente, por correio eletrônico ou por outros sistemas de mensagens eletrônicas; ou III – por sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado (direct market access – DMA).

[288] Corresponde ao artigo 12, §1º, da Resolução CVM n° 35.

[289] Nesse sentido é o comando dado pelo §3º, do artigo 12, da ICVM 505: "O cadastro do cliente deve identificar as formas de transmissão de ordens autorizadas pelo cliente".

similares também. No caso de mensagens por SMS ou aplicativos de troca de mensagens (*e.g.* WhatsApp, Telegram, entre outros), a verificação está vinculada ao número de telefone.

Em relação à boleta, pode-se ter informações pessoais do cliente e sua assinatura, para garantir a integridade da ordem.

Por fim, para os sistemas eletrônicos de negociação, o intermediário pode checar e confirmar quem é o emissor da ordem pelo *login* do usuário do sistema, bem como pelo IP, por exemplo.

O DMA, como um sistema de acesso direto ao ambiente de negociação da B3, que é feito por meio de plataformas eletrônicas de negociação disponibilizadas pelos intermediários, se dá mediante uso de senha pessoal. Por isso, quando há o envio de ordens por meio desse canal, existe a presunção de que foi o cliente quem enviou a ordem. Para isso, os controles do intermediário devem ser capazes de identificar o *login* do usuário e fazer a conexão entre a ordem enviada e o usuário que enviou.

Também é uma diligência importante do intermediário que este oriente seus clientes, podendo até inserir cláusulas contratuais nesse sentido, de que a senha é de uso pessoal e intransferível, não devendo ser compartilhada com terceiros, incluindo-se aí os agentes autônomos e os próprios funcionários do intermediário.

Portanto, a regulação do mercado de valores mobiliários prescreve o que entende por ordem e por quais meios essa pode ser encaminhada ao intermediário que, na sequência, exercerá a sua função de enviar referida ordem ao mercado organizado para que se torne uma oferta visível aos demais investidores, a qual poderá ser executada, virando, finalmente, um negócio.

Tais pontos de controle são relevantes e o descumprimento pode caracterizar ordem inválida, seja porque (i) a manifestação de vontade do investidor não foi feita previamente ao negócio, situação de uma ratificação a posterior, por exemplo; (ii) não foi encaminhada pelos meios adequados; ou (iii) não foi o investidor ou seu representante devidamente cadastrado quem emitiu a ordem[290].

[290] A BSM, conforme Comunicado Externo 020/2017-DP publicado pela B3 em 21 de dezembro de 2017, considera as seguintes situações como ausência de ordens: a) Ordem não apresentada pelo Participante; b) Apresentação, pelo Participante, de confirmação do cliente após execução do negócio em seu nome; c) Conteúdo da gravação apresentada pelo Participante não corresponde às condições do negócio executado em nome do cliente e solicitada pela auditoria; d) Após realização do inventário de todas as ordens presenciais recebidas pelo Participante no período de avaliação e após solicitação da amostra de teste, o Participante apresenta ordem escrita do cliente para justificar o negócio realizado; e) Ordem transmitida por canal de comunicação não autorizado no cadastro do cliente como, por exemplo, endereço de *e-mail* ou usuário de mensageria divergente; f) Gravação apresentada não consta ou é divergente do controle (inventário) do sistema de gravação de voz apresentado pelo Participante; g) Gravação selecionada na amostra de ordens para extração

Por estas razões, o mercado organizado não convive mais com a insegurança gerada por manifestação tácita do investidor, já que o regulador estabeleceu que a ordem deve ser executada nas condições estabelecidas pelo cliente, tendo a CVM determinado, também, as formas como essas ordens devem ser transmitidas (artigo 12, §1º, da ICVM 505[291]), sendo um dos grandes avanços do mercado de valores mobiliários, pois afastou a incerteza sobre quem seria o verdadeiro emissor da ordem, havendo meios confiáveis para se gravar e armazenar as ordens dos clientes, trazendo segurança ao investidor.

Também não é possível que o intermediário presuma a vontade do investidor para a realização de um negócio, uma vez que a manifestação presumida deve decorrer de criação normativa, o que não se verifica na regulação do mercado de valores mobiliários[292].

---

acompanhada pela auditoria no sistema de gravação de voz possui conteúdo divergente da gravação apresentada inicialmente pelo Participante.

[291] Corresponde ao artigo 12, §1º, da Resolução CVM n° 35.

[292] Para essa situação podemos citar três exceções: 1ª) liquidação compulsória. A liquidação compulsória está relacionada ao risco de crédito que o cliente apresenta e, consequentemente, ao próprio intermediário, que arca com eventual inadimplemento do cliente, por isso, em situações de risco ou de inadimplência, o intermediário pode liquidar ativos ou posições do cliente para diminuir esse risco ou adimplir determinada situação; 2ª) compra compulsória ou aluguel compulsório em caso de venda a descoberto. Em relação à venda descoberta, no Brasil não há a mesma liberdade de se operar vendido (*naked short*), como, comparativamente, existe nos Estados Unidos da América, por exemplo. Para que o investidor fique vendido em determinado valor mobiliário é necessário que este faça o empréstimo do valor mobiliário para que possa garantir essa posição vendida. Caso não o faça durante o mesmo pregão em que assumiu a posição vendida, o intermediário poderá, no mesmo pregão, alugar o ativo compulsoriamente em nome do cliente ou realizar a compra desse ativo, zerando a posição vendida do cliente, dependendo do relacionamento comercial e das regras do próprio intermediário. Em 30 de julho de 2020, a CVM publicou o Ofício-Circular n° 4/2020-CVM/SMI, no qual especificou os deveres de transparência e de informação ao cliente quando se tratar de operações de empréstimo de ativos, que são regidas pela Instrução CVM n° 441/2006. Por esses deveres, o intermediário deve, em decorrência, especialmente no disposto no artigo 32 , inciso VII, da ICVM 505, (a) previamente à confirmação da operação de aluguel de ações, informar ao investidor todos os valores e percentuais envolvidos na operação de empréstimo, incluindo aqueles que serão retidos pelo próprio intermediário; e (b) no momento da liquidação da operação, informar ao investidor todos os valores e percentuais envolvidos na operação de empréstimo de ações, discriminando o valor total, em recursos financeiros, recebido ou pago pela contraparte da operação, o valor cobrado pelo intermediário e o valor final pago ou recebido pelo investidor. Sendo que essas informações devem ser disponibilizadas pelo intermediário, de modo claro e objetivo, em sua página eletrônica, em sua plataforma de home broker ou em seus aplicativos. Com isso, a CVM procurou dar maior visibilidade para os valores envolvidos nesse tipo de operação, o que traria melhor conteúdo para a decisão do cliente no momento de emitir sua ordem relacionada ao empréstimo de ações; e 3ª) exercício automático de opção. Por fim, o exercício automático de opção ocorre quando o cliente se mantém posicionado nas opções até o seu vencimento e nessa data há condições para o seu exercício, o que permite o intermediário realizar de forma automática. A partir de maio de 2021 esse serviço será prestado diretamente pela B3, não sendo mais necessária a intervenção do intermediário.

Nessa mesma linha, a BSM divulgou, por meio do Comunicado Externo da B3 n° 007/2020-PRE, de 12 de novembro de 2020, orientações sobre como o intermediário deve proceder nas operações de empréstimos de ativos. Assim, segundo a BSM, o intermediário deve divulgar amplamente os critérios e valores de cobrança de corretagem, taxas e outros custos aos clientes, sendo que a BSM avaliará se (i) previamente à confirmação da operação de empréstimo de valores mobiliários, o intermediário pactuou com o cliente todos os valores e percentuais envolvidos na operação de empréstimo, incluindo aqueles retidos pelo próprio intermediário; e (ii) no momento da liquidação da operação, o intermediário informou ao cliente todos os valores e percentuais envolvidos na operação de empréstimo, discriminando o valor total recebido ou pago pela contraparte da operação, o valor cobrado pelo intermediário e o valor final pago ou recebido pelo cliente.

Porém, há situações em que o intermediário, após a emissão da ordem do cliente, consegue melhores negócios (preço) ao seu cliente, como, por exemplo, comprar o ativo ordenado pelo cliente por um preço mais baixo ou vender o ativo ordenado pelo investidor por preço mais alto. Essa atitude do intermediário é resguardada pela regra de melhor execução (artigo 19, da ICVM 505[293-294]) e do dever de diligência e lealdade com o cliente (artigo 30, da ICVM 505[295]).

Se o intermediário descumpre a ordem do cliente (compra/vende ativo ou quantidade diferente da ordem, por exemplo), seja na sua execução ou pela inexecução da ordem, tal fato pode gerar um prejuízo ao investidor, que poderá exigir a reparação em face da corretora ou distribuidora.

Respectiva reparação poderá ser exigida no âmbito judicial, em uma ação de reparação de danos materiais, ou por via administrativa, pelo Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) da B3, que é administrado pela BSM[296].

Tais exigências da CVM e da BSM são para trazer maior transparência para o cliente sobre os custos envolvidos nesse tipo de operação, já que são realizadas no mercado de balcão não organizado, em que o nível de transparência é menor que o mercado organizado de bolsa.
Referido comunicado da BSM está disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/CE-007-2020-BSM-supervisao-custodia-e-emprestimo.pdf. Acesso em: 7 jan. 2021.

[293] Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. Parágrafo único. Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

[294] Corresponde ao artigo 20, da Resolução CVM n° 35.

[295] Corresponder ao artigo 31, da Resolução CVM n° 35.

[296] O MRP é um mecanismo mantido pela B3 para reparação de investidores que tenham sofrido prejuízos em negócios de bolsa ou custódia, por conta da ação ou omissão do intermediário ou seus prepostos, conforme dispõe o artigo 77 da ICVM 505.

Além desses procedimentos de natureza reparatória, a execução de negócios sem ordens de clientes pode acarretar processos administrativos contra a instituição intermediária no âmbito da autorregulação[297] e na CVM, por infração ao artigo 12, da ICVM 505[298-299].

Como forma de garantir, tanto ao investidor como ao intermediário, que o negócio foi executado por meio de ordem prévia e por pessoa que tinha poderes para tanto, todas as ordens enviadas pelos clientes, não importa de que maneira forem transmitidas, devem ser gravadas (artigos 14, 14-A e 15, da ICVM 505[300-301]) e registradas (artigo 13, da ICVM

[297] A execução de negócios sem ordens prévias já foi alvo de processos abertos pela BSM, tais como, por exemplo: PRE-PAD 01/2020 (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2020-001-pre_pad. Acesso em: 13 jun. 2021), PRE-PAD 05/2019 (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2019-005-pre_pad. Acesso em: 13 jun. 2021), e PRE-PAD 17/2018 (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2018-017-pre_pad. Acesso em: 13 jun. 2021).

[298] Em 21 de dezembro de 2017, a BSM, por meio de Comunicado Externo publicado pela B3, informou aos intermediários que em seus processos de auditoria, em relação ao quesito de verificação de ausência de ordens, teria uma tolerância máxima de ausência de ordens de 7% do total da amostra de ordens analisada pela BSM, e que a identificação desse percentual sujeitaria o intermediário a uma medida sancionadora. Situação em que o percentual é menor que a tolerância máxima ainda seria considerada como irregular, mas não teria uma medida sancionadora em relação ao intermediário ou ao preposto do intermediário que deu causa à irregularidade. Além disso, no Comunicado Externo há a afirmação de que a tolerância máxima de ausência de ordem não se aplica nas situações de ausência de ordem identificadas em: a) Reclamações ao MRP; b) Investigações de denúncias; e c) Investigações de supervisão de operações e ofertas.
Nos anos seguintes, a BSM divulgou novos patamares de tolerância máxima de ausência de ordens, sendo que para 2019 e 2020 esse percentual foi de 6% e para 2021 e 2022, a pedido da CVM, esses percentuais serão de 5% e 4%, respectivamente (conforme Comunicado Externo da B3 005/2020-PRE, de 29 de outubro de 2020).

[299] Corresponde ao artigo 12, da Resolução CVM n° 35.

[300] Art. 14. O intermediário que atue em mercado organizado deve manter sistema de gravação de todos os diálogos mantidos com seus clientes, inclusive por intermédio de prepostos, de forma a gravar as ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz.
Art. 14-A. A ordem recebida presencialmente deve ser documentada, em meio físico ou digital, previamente à sua execução, contendo, no mínimo: I – data e horário de recebimento; II – assinatura do cliente; III – identificação de quem a recebeu; IV – natureza e tipo de ordem, conforme previsto na regulamentação da entidade administradora de mercado organizado; V – prazo de validade da ordem; e VI – descrição do valor mobiliário, das quantidades e, se for o caso, dos preços.
Art. 15. O intermediário pode receber ordens de seus clientes por meio de sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado de acordo com as condições e regras estabelecidas pelas entidades administradoras de mercados organizados.

[301] Correspondem aos artigos 14, 15 e 16, da Resolução CVM n° 35.

505[302-303]) pelos intermediários, além de serem armazenadas por, no mínimo, 5 anos[304], conforme dever exposto no artigo 36, da ICVM 505[305-306].

A ordem devidamente gravada e registrada serve como proteção ao sistema como um todo, pois é por meio dela que se tem a prova concreta e incontestável, exceto em caso de fraude, da vontade do cliente, e que o intermediário, no seu papel de executor da ordem, cumpriu a sua função, sendo, em regra, dispensado de qualquer responsabilidade. São por estas razões, que há diversos normativos, conforme mencionados neste tópico, sobre o envio, controle e execução das ordens.

A gravação da ordem também auxilia nas investigações de eventuais práticas abusivas que possam ser cometidas no mercado de valores mobiliários, pois registrará a intenção das partes, servindo de prova para o regulador e autorregulador nas suas investigações e eventuais punições[307].

A gravação e o registro das ordens, de modo geral, devem ser feitos por sistema informatizado, conforme aponta o item 27 do Roteiro Básico[308], contendo: (i) código ou

---

[302] Art. 15. O intermediário pode receber ordens de seus clientes por meio de sistemas eletrônicos de negociação de acesso direto ao mercado de acordo com as condições e regras estabelecidas pelas entidades administradoras de mercados organizados.

[303] Corresponde ao artigo 13, da Resolução CVM n° 35.

[304] Este dever de armazenagem por, no mínimo, 5 anos, vale para todos os documentos e informações exigidas pela ICVM 505.

[305] Art. 36. Os intermediários devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos contados do recebimento ou da geração pelo intermediário, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios, pareceres relacionados com o exercício de suas funções, sejam eles físicos ou eletrônicos, assim como a íntegra das gravações referidas no art. 14, as trilhas de auditorias referidas no art. 5º - A e no inciso II do parágrafo único do art. 13, e os registros das origens das ordens referidos no inciso I do §1º do art. 15.

[306] Corresponde ao artigo 48, da Resolução CVM n° 35.

[307] Nesse sentido, vale ressaltar voto proferido pela Conselheira da BSM, Aline de Menezes Santos, no âmbito do julgamento do Processo Administrativo Disciplinar da BSM n° 22/2018, realizado em 11 de março de 2021, no qual o operador de uma corretora havia recebido ordens de cliente em seu celular, ou seja, um meio não gravado, sendo que tais ordens geraram operações no mercado secundário que tinham indícios de irregularidade. Assim, vale transcrever trecho do voto de Aline de Menezes Santos, em que trata da importância do sistema de gravação na investigação e captura de ilícitos no mercado de valores mobiliários: "[...] ao ter recebido as ordens por meio de seu celular, [o réu] efetivamente impediu a Corretora de observar seu dever de gravar as ordens recebidas. E este caso é um perfeito exemplo de como essa conduta pode produzir efeitos nefastos [ao mercado], ao não permitir a apuração de um ilícito de mercado de natureza grave, série e passível de apenação em múltiplas esferas, inclusive penal, como é a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço. Em segundo lugar, reforço que a gravação de ordens é um dos pilares do funcionamento correto e eficiente do mercado, tendo caráter instrumental, de viabilizar a análise de conformidade de uma série de outros comandos normativos incidentes sobre toda a cadeia de intermediação e seus clientes".
Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2018-022-pad. Acesso em 13 jun. 2021.

[308] O item 27 do PQO reflete as exigências dos artigos 12, §2º, §4º, 14, 14-A e 15.
Item 27. O Participante deve utilizar sistema informatizado de registro e de controle para todas as Ordens. O registro da Ordem deve conter, pelo menos, as seguintes informações: 27.1. código ou nome de identificação do Cliente; 27.2. data e horário de recepção da Ordem; 27.3. prazo de validade da Ordem; 27.4. numeração sequencial e cronológica da Ordem; 27.5. descrição do Ativo objeto da Ordem, com o código de negociação,

nome de identificação do cliente; (ii) data e hora da recepção da ordem; (iii) prazo de validade da ordem[309]; (iv) numeração sequencial e cronológica da ordem; (v) descrição do ativo objeto da ordem, com o código de negociação[310], a quantidade e o preço; (vi) indicação se a operação é realizada por pessoa vinculada ou pela carteira própria do intermediário; (vii) natureza da ordem: compra ou venda; (viii) tipo de mercado: à vista, a termo, de opções, futuro, *swap* ou renda fixa; (ix) tipo da ordem: administrada, casada, discricionária, limitada, a mercado, de financiamento ou *stop*[311]; (x) identificação do emissor da ordem: cliente,

---

a quantidade e o preço; 27.6. indicação de operação de pessoa vinculada ou de carteira própria; 27.7. natureza da Ordem (compra ou venda; tipo de mercado: a vista, a termo, de opções, futuro, swap e renda fixa; Repasse ou operações de Participantes de Liquidação); 27.8. tipo da Ordem (administrada, casada, discricionária, limitada, a mercado, monitorada, de financiamento e stop); 27.9. identificação do emissor da Ordem; 27.10. identificação do número da operação na B3; 27.11. identificação do Operador de Sistema Eletrônico de Negociação, exceto nos casos de DMA; e 27.12. indicação do status da Ordem recebida (executada, não executada ou cancelada).

[309] As ordens são emitidas com prazo de validade determinado ou indeterminada. O padrão são ordens com validade para o dia em que foram emitidas, ou seja, são válidas até a execução do negócio ou até o final do pregão. Caso a oferta não seja executada no pregão do seu registro, esta é cancelada, conforme inciso III do item 4.3.2 do Manual de Operações da B3.

O cliente pode emitir uma ordem que seja válida até uma determinada data, ou seja, assim que a ordem é registrada no livro central de ofertas, ficará sujeita a execução até a data determinada pelo cliente. Ao final do pregão da data determinada, a ordem será cancelada conforme inciso VII do item 4.3.2 do Manual de Operações da B3.

A ordem com prazo de validade indeterminado é aquela em que sua oferta permanecerá no livro central de ofertas até que seja completada, cancelada, até que ocorra a distribuição de provento ou evento corporativo sobre o ativo ou até o vencimento do derivativo, conforme inciso VI do item 4.3.2 do Manual de Operações da B3.

Também há ordens que são emitidas somente para a execução imediata (conhecidas como "tudo ou nada"), e se não forem assim executadas estas não são registradas no sistema de negociação, conforme inciso V do item 4.3.2 do Manual de Operações da B3.

O cliente pode optar por uma ordem "executa ou cancela", ou seja, a ordem só é registrada como oferta no sistema de negociação caso uma parcela de sua quantidade seja imediatamente executada. A parcela de quantidade não executada será retirada do sistema, conforme inciso IV do item 4.3.2 do Manual de Operações da B3.

[310] Interessante ressaltar que cada valor mobiliário negociado na B3 possui um código específico. Assim, quando o cliente quer emitir uma ordem, este deve conhecer este código, sob o risco de operar um valor mobiliário que não deseja. Todos estes códigos de negociação estão disponíveis no site da B3. Os códigos mais conhecidos são aqueles das ações, os quais são formados por 4 letras e um número, sendo que as letras identificam a companhia emissora das ações e o número identifica o tipo de ação, ordinária (3), preferencial (4), *units* - ativo composto por mais de uma classe de valores mobiliários, como uma ação ordinária e um bônus de subscrição ou uma ação ordinária e uma ação preferencial - (6 ou 11) e direito de subscrição (11, 12 ou 13). As opções e demais derivativos costumam ter um código com letras, sendo que a última delas marca o mês de vencimento deste tipo de valor mobiliário, tendo um sequencial numérico que pode variar dependendo do ativo e das condições do negócio.

[311] Ordem a mercado: especifica somente a quantidade e as características dos valores mobiliários a serem comprados ou vendidos, devendo ser executada a partir do momento em que for recebida, ou seja, é aquela ordem que deseja agredir a melhor oferta do livro central (compra ou venda), não importando o preço, conforme inciso I do item 4.2 do Manual de Operações da B3.

Ordem limitada: deve ser executada somente a preço igual ou melhor do que especificado pelo comitente, conforme inciso II do item 4.2 do Manual de Operações da B3.

Ordem administrada: por meio da qual o cliente especifica apenas o valor mobiliário a ser executado e a sua quantidade total ou volume financeiro, ficando a distribuição da execução (preço, quantidades parciais e horário) sob responsabilidade do intermediário, conforme inciso III do item 4.2 do Manual de Operações da B3.

procurador, representante legal ou pessoa autorizada pelo cliente[312]; (xi) identificação do número da operação na B3; (xii) identificação do operador que executou a ordem, exceto nos casos em que o cliente enviou uma ordem via DMA; e (xiii) indicação do status da ordem recebida: executada, não executada ou cancelada.

O sistema utilizado pelo intermediário deve certificar que o registro dos dados e de voz relativos às ordens transmitidas garantam a confidencialidade, a autenticidade, a integridade e a disponibilidade das informações[313], além de conter trilhas de auditoria que rastreiem as inclusões, as alterações e as exclusões. Também deve conter o usuário responsável por estes eventos, o horário do evento e o tipo de evento, além de manter cópias de segurança em ambiente distinto daquele destinado ao armazenamento (artigo 13, parágrafo único, incisos I, II e III, da ICVM 505[314-315]).

Ordem discricionária: emitida pelo cliente, administrador de carteira ou por quem represente o cliente, estabelecendo as condições nas quais a ordem deva ser executada, conforme inciso V do item 4.2 do Manual de Operações da B3.
Ordem de financiamento: constituída por uma ordem de compra ou de venda de valor(es) mobiliário(s) em um dos mercados administrados pela B3 e outra ordem concomitante de venda ou de compra do(s) mesmo(s) valor(es) mobiliário(s) no mesmo mercado ou em um dos mercados administrados pela B3, conforme inciso VI do item 4.2 do Manual de Operações da B3. Ordem comum para realização de estratégia de arbitragem.
Ordem casada: cuja execução está vinculada à execução de outra ordem do cliente, podendo ser com ou sem limite de preço, conforme inciso VIII do item 4.2 do Manual de Operações da B3.
Ordem *stop*: aquela que especifica o preço do valor mobiliário a partir do qual a ordem deverá ser executada, conforme inciso VII do item 4.2 do Manual de Operações da B3. Bastante utilizada em situações em que o cliente possui um preço alvo de saída do ativo, seja no lucro ou no prejuízo. A sua execução dependerá das condições do mercado no momento em que o preço desejado for alcançado.

[312] Pessoas diferentes ao cliente, que emitem ordem em seu nome, devem estar devidamente registradas no cadastro do cliente feito pelo intermediário.

[313] A BSM, em acusação formulada no âmbito do Processo Administrativo Disciplinar n° 11/2017, verificou indícios de irregularidades em sistema de gravação de um intermediário, uma vez que o inventário de gravações estava divergente das próprias gravações. Ao verificar as gravações de ordens, a expectativa da BSM era encontrar no sistema de gravação as mesmas informações constantes do inventário de gravações. No entanto, conforme o Termo de Acusação, o resultado desse teste de integridade apontou que 3 das gravações apresentadas pela corretora à BSM, como prova da existência de ordens para negócios executados em nome de clientes, ou não foram localizadas nos sistemas de gravação, ou apresentavam conteúdo divergente das gravações constantes nos referidos sistemas de gravação.
Referido processo foi encerrado por termo de compromisso, o qual não importa confissão quanto à matéria de fato, nem o reconhecimento da ilicitude da conduta analisada, nos termos do artigo 44 do Regulamento Processual da BSM.
Processo Administrativo Disciplinar n° 11/2017 está disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2017-011-pad. Acesso em: 15 out. 2020.

[314] Art. 13. O intermediário deve arquivar os registros das ordens transmitidas pelos clientes e as condições em que foram executadas, independentemente de sua forma de transmissão. Parágrafo único. Sem prejuízo de outros procedimentos e controles adotados em função do art. 35-F, o intermediário deve possuir procedimentos específicos de arquivamento dos registros de dados e de voz relativos às ordens transmitidas que garantam: I – a confidencialidade, autenticidade, integridade e disponibilidade das informações; II – o atendimento ao disposto no parágrafo único do art. 5º-A; e III – a manutenção de cópias de segurança em ambiente distinto do destinado ao armazenamento das informações a que se refere o caput, em condições seguras de armazenamento, acesso e preservação.

[315] Corresponde ao artigo 13, parágrafo único, incisos I, II e III, da Resolução CVM n° 35.

A gravação de ordens enviadas pelo telefone deve manter controle das linhas e ramais telefônicos utilizados por cada usuário (artigo 14, §1º, da ICVM 505[316-317]). Se for utilizado um sistema de transmissão de voz - como o WhatsApp ou Telegram, por exemplo -, também deve manter esse controle do número telefônico, porém, se for um sistema como o Skype, a armazenagem deve ser do e-mail dos usuários (cliente e preposto do intermediário).

As boletas oriundas de ordens presenciais podem ser documentadas em meio físico ou digital, de forma prévia à sua execução, devendo conter, no mínimo, a data e a hora do recebimento da ordem e a assinatura do cliente (podendo ser assinatura digital) (artigo 14-A, incisos I e II, da ICVM 505[318-319]).

Já as ordens escritas e não presenciais devem ser transmitidas apenas nos formatos aceitos pelo intermediário, ou seja, é a corretora ou distribuidora quem define quais são as formas pelas quais o cliente pode enviar este tipo de ordem, conforme item 33 do Roteiro Básico[320]. Neste ponto, é importante o intermediário determinar quais formas disponibilizará ao cliente para envio da ordem escrita, levando em consideração, dentre outros aspectos, a facilidade ou dificuldade de envio, registro e armazenamento das ordens.

Por fim, as ordens enviadas por meio de plataformas eletrônicas (DMA) devem ter, em seus registros, a identificação da origem das ordens e assegurar o rastreamento de seu emissor, o que, geralmente, se obtém pelo IP, além de *login* do investidor na plataforma. Assim, o intermediário poderá controlar se o envio da ordem por DMA é realizado pelo próprio cliente, o que pode evitar ou identificar uma captura indevida da conta desse cliente por um terceiro.

---

[316] Art. 14. O intermediário que atue em mercado organizado deve manter sistema de gravação de todos os diálogos mantidos com seus clientes, inclusive por intermédio de prepostos, de forma a gravar as ordens transmitidas por telefone ou outros sistemas de transmissão de voz. §1° Sem prejuízo do disposto no art. 13, o sistema de gravação de que trata o caput deve manter controle das linhas e ramais telefônicos utilizados por cada usuário.

[317] Corresponde ao artigo 14, §1°, da Resolução CVM n° 35.

[318] Art. 14-A. A ordem recebida presencialmente deve ser documentada, em meio físico ou digital, previamente à sua execução, contendo, no mínimo: I – data e horário de recebimento; II – assinatura do cliente.

[319] Corresponde ao artigo 15, incisos I e II, da Resolução CVM n° 35.

[320] Item 33. Para as Ordens escritas e não presenciais, o Participante deve identificar as Formas de Transmissão de Ordem autorizadas pelo Cliente, inclusive por meio de procurador ou representante, quando aplicável, com as respectivas identificações do Cliente e/ ou do seu procurador ou representante nessas formas de transmissão.

A recepção e execução de ordens são atividades de extrema relevância, tanto que a CVM classificou essas situações como processos críticos[321] que ocorrem nos intermediários (artigo 35-A, §1º, inciso I, da ICVM 505[322-323]).

Isso implica no dever de os intermediários estabelecerem um plano de continuidade de negócios[324] no caso desses processos críticos serem interrompidos. Assim, se houver alguma falha no sistema da corretora ou distribuidora para recepção ou execução de ordem, estas devem acionar a alternativa constante do plano de continuidade, que deve conter detalhamento desse acionamento, com os procedimentos e prazos que serão seguidos para reinício e recuperação das atividades, bem como realizar as ações de comunicação internas e externas necessárias, incluindo clientes e entidades administradoras de mercado organizado em que sejam autorizados a operar (artigo 35-A, inciso II[325-326]).

Conforme mencionado no Ofício-Circular nº 2/2020-CVM/SMI, "[...] grande parte dos investidores, até por iniciativa dos próprios intermediários, buscam realizar suas operações por meio de equipamentos conectados à internet"[327], que seria equivalente ao DMA mencionado anteriormente. Este fenômeno facilitou a entrada de investidores no mercado de valores mobiliários, mas tal forma de envio de ordens pode apresentar falhas, já que estamos diante de sistemas eletrônicos com conexão à internet, cuja premissa é que não são infalíveis, podendo haver problemas de diversas naturezas, tais como falhas de conexão, problemas no servidor, picos de acessos e questões que envolvem a infraestrutura tecnológica do cliente ou do intermediário, por exemplo.

---

[321] Segundo a CVM, processos críticos são aqueles: "processos e atividades operacionais cuja interrupção ou indisponibilidade não programadas podem provocar impacto negativo significativo nos negócios do intermediário [...]" (artigo 1º, inciso XIV, da ICVM 505).

[322] Art. 35-A. O intermediário deve implementar e manter: [...] §1º Além de outros processos considerados críticos pelo intermediário nos termos do inciso I, os planos de continuidade de negócios devem abranger, no mínimo, os seguintes processos, caso aplicáveis ao intermediário: I – recepção e execução de ordens, com o objetivo de preservar o atendimento aos clientes.

[323] Corresponde ao artigo 38, §1º, inciso I, da Resolução CVM nº 35.

[324] Segundo a CVM, planos de continuidade de negócios são: "planos escritos de ação que definem os procedimentos e sistemas necessários para dar continuidade ou restaurar a operação do intermediário em caso de interrupção de processos críticos de negócios" (artigo 1º, inciso XIII, da ICVM 505).

[325] Art. 35-A. O intermediário deve implementar e manter: [...] II – planos de continuidade de negócios que estabeleçam procedimentos e prazos estimados para reinício e recuperação das atividades em caso de interrupção dos processos críticos de negócio, bem como ações de comunicação internas e externas necessárias e os casos em que a comunicação deve se estender aos clientes e às entidades administradoras de mercado organizado em que sejam autorizados a operar.

[326] Corresponde ao artigo 38, inciso II, da Resolução CVM nº 35.

[327] Ofício-Circular nº 2/2020-CVM/SMI, de 12 de março de 2020. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0220.html. Acesso em: 28 nov. 2020.

Nesse sentido, o Ofício-Circular nº 3/2020-CVM/SMI[328] relembra que a ICVM 505 determina que o intermediário deve colocar, em sua página digital e no termo de contratação de cada plataforma de negociação um aviso com o seguinte conteúdo: "Toda transmissão de ordem por meio digital está sujeita a interrupções ou atrasos, podendo impedir ou prejudicar o envio de ordens ou a recepção de informações atualizadas" (artigo 32, inciso XII, da ICVM 505[329-330]).

Por conta dessas situações[331], o Ofício-Circular nº 2/2020-CVM/SMI prevê que os intermediários devem "colocar à disposição de seus clientes canais de atendimento alternativos que garantam o melhor interesse do cliente para a execução de ordens por ele comandadas".

Portanto, na ocorrência de situações de falhas tecnológicas, o intermediário deve colocar "à disposição dos clientes os contatos que devem ser utilizados e as formas de interação para a colocação de ordens de operações", sendo que esses contatos podem ser telefônicos, incluindo aplicativos de mensagens eletrônicas, e-mail ou outro meio de comunicação eletrônico, que permitam a gravação e o arquivamento das ordens recebidas. (Ofício-Circular nº 2/2020-CVM/SMI)[332].

Esse ponto é reforçado no Ofício-Circular nº 3/2020-CVM/SMI, o qual menciona que, se o cliente tiver problemas para transmitir ordens por meio de plataformas eletrônicas de negociação, deve buscar junto aos canais previamente disponibilizados pelo intermediário, o pronto atendimento para efetuar a transmissão das ordens necessárias à realização das operações, sendo exigida do intermediário a disponibilização de canais alternativos que possam prover ao cliente um pronto atendimento, mitigando eventuais perdas de oportunidade ocasionadas pela interrupção da comunicação pela plataforma oferecida pelo próprio intermediário[333].

---

[328] Ofício-Circular nº 3/2020-CVM/SMI, de 6 de abril de 2020. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0320.html. Acesso em: 30 nov. 2020.

[329] Art. 32. O intermediário deve: [...] XII – colocar em sua página na rede mundial de computadores, aplicativos ou outras formas de interação com o cliente um atalho para a página da CVM na rede mundial de computadores e aviso em destaque, com o seguinte conteúdo: "Toda transmissão de ordem por meio digital está sujeita a interrupções ou atrasos, podendo impedir ou prejudicar o envio de ordens ou a recepção de informações atualizadas".

[330] Corresponde ao artigo 33, inciso XII, da Resolução CVM n° 35.

[331] Pode haver outras situações de estresse no mercado que também mereçam o acionamento dos canais alternativos do intermediário, conforme citado no Ofício-Circular nº 2/2020-CVM/SMI.

[332] Essa mesma lógica já existia na Instrução CVM n° 380/2002 (ICVM 380), mas que foi revogada pela ICVM 612, que, posteriormente, foi revogada pela Resolução CVM n° 35.

[333] Esses deveres também estão previstos no Roteiro Básico, conforme se depreende do item 140: "As corretoras eletrônicas, que administrem sistemas de recebimento de Ordens de compra e venda de valores mobiliários por meio da internet, devem estabelecer planos de contingência para seus sistemas, com objetivo de preservar o pronto atendimento aos Clientes nos casos de suspensões no atendimento pela internet".

Destaca-se que a CVM, por meio do Ofício-Circular nº 3/2020-CVM/SMI, obrigou os intermediários a divulgarem o tempo máximo de atendimento dos clientes por meio dos canais alternativos disponibilizados para emissão de ordens em caso de falhas nos sistemas eletrônicos dos intermediários.

Também é importante mencionar que os intermediários devem manter estrutura de tecnologia da informação compatível com o volume, natureza e complexidade de suas operações, de forma a preservar o atendimento aos clientes inclusive em períodos de picos de demanda, conforme expressa o artigo 32, §1º, da ICVM 505[334-335]. Isso quer dizer que não basta o intermediário manter uma estrutura tecnológica mínima e captar clientes além do que seus sistemas são capazes de suportar. Essa equação deve ser compatibilizada pelo intermediário a partir de investimentos e demonstrada a partir de seus controles internos, os quais devem ser submetidos a testes, em periodicidade fixada nas regras do intermediário, para verificar o seu funcionamento em cenários de estresse (artigo 32, §3º, inciso II, da ICVM 505[336-337]).

O não cumprimento dessas exigências feitas pela CVM, por meio de seus Ofícios Circulares, e das disposições na ICVM 505 (que a partir de 1° de julho de 2021 será revogada pela Resolução CVM n° 35), conforme acima mencionado, podem gerar prejuízos ao investidor, o que pode ocasionar um dever de reparação de danos materiais, pelo MRP ou por via judicial.

Situação crescente no mercado de valores mobiliários é a utilização por investidores de plataformas de negociação que são desenvolvidas por terceiros, ou seja, pessoas não registradas como intermediários, mas que são oferecidas[338] pelas corretoras e distribuidoras aos seus clientes.

Nessas situações, de acordo com a CVM, por meio do Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI[339], o intermediário deve identificar e relacionar este prestador de serviço como

---

[334] §1° A estrutura de tecnologia da informação deve ser compatível com o volume, natureza e complexidade de suas operações, de forma a preservar o atendimento aos clientes inclusive em períodos de picos de demanda.
[335] Corresponde ao artigo 33, §1°, da Resolução CVM n° 35.
[336] §3° Os sistemas tecnológicos utilizados pelo intermediário devem ser: I – passíveis de auditoria; e II – submetidos a testes em periodicidade adequada, fixada na política de que trata o art. 41, para verificar o seu funcionamento em cenários de estresse.
[337] Corresponde ao artigo 33, §3°, inciso II, da Resolução CVM n° 35.
[338] Pode haver situações em que o cliente que apresenta para o intermediário essa plataforma de terceiro e pede autorização para plugá-la nos sistemas do intermediário.
[339] Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI, de 18 de agosto de 2020. Disponível em http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0620.html. Acesso em: 30 nov. 2020.

relevante[340], já que prestará um serviço relacionado a um processo crítico do intermediário, devendo avaliar os controles realizados e se certificar de que o contrato firmado entre o intermediário e o prestador de serviço de envio de ordens, por meio de plataforma eletrônica, tenham as cláusulas mínimas exigidas pelo artigo 35-J, da ICVM 505[341-342], quais sejam: (i) manutenção de informações por no mínimo 5 anos, conforme previsão do artigo 36, da ICVM 505[343]; (ii) acesso pelo intermediário dos dados e informações a serem processados ou armazenados pelo prestador de serviços; e (iii) a garantia de que o prestador de serviço tratará dados e informações que possua dos clientes do intermediário de forma confidencial, mantendo a integridade, disponibilidade e recuperação de tais dados e informações.

Segundo o normativo da CVM, mesmo havendo a contratação desse terceiro para prestação de serviços ao intermediário, a responsabilidade da corretora ou distribuidora permanece no que tange ao registro e arquivamento de documentos e informações pelo prazo mínimo de 5 anos (artigo 36, da ICVM 505[344]), o que inclui as trilhas de auditoria dos registros de ordens e cadastro, além de não limitar ou vedar o acesso da CVM ou do autorregulador ao conteúdo dos contratos, de documentos, dados e informações processadas ou armazenadas pelo prestador de serviços (artigo 35-J, §§1º e 2º, da ICVM 505[345-346]).

No Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI, o recebimento de ordens, originadas em plataformas de negociação de terceiros deve ser devidamente avaliado quanto: a) à adequação ao perfil do investidor (*suitability*); b) à conta não ter sido capturada por terceiros (administração irregular de carteira); e c) a giro excessivo da carteira de investimentos (*churning*)[347]. Além disso, exige-se que o intermediário tenha as mesmas precauções com

---

[340] Conforme artigo 1º, inciso XVII, da ICVM 505, os serviços críticos são aqueles "relacionados aos processos críticos de negócio [...]".

[341] Art. 35-J. No caso de serviços prestados por terceiros, o intermediário deve identificar e relacionar seus prestadores de serviços relevantes, avaliar os controles realizados por estes provedores e se certificar que os contratos de prestação de serviços assegurem: I – o cumprimento das exigências de manutenção de informações previstas no art. 36; II – o acesso da instituição aos dados e informações a serem processados ou armazenados pelo prestador de serviços; e III – a confidencialidade, integridade, disponibilidade e a recuperação dos dados e informações processados ou armazenados pelo prestador de serviços.

[342] Corresponde ao artigo 47, da Resolução CVM n° 35.

[343] Corresponde ao artigo 48, da Resolução CVM n° 35.

[344] Corresponde ao artigo 48, da Resolução CVM n° 35.

[345] §1º A contratação de terceiros não afasta a responsabilidade do intermediário pelo registro e arquivamento dos documentos e informações mencionadas no art. 36. §2º O intermediário deve se assegurar de que os contratos referentes à prestação de serviços terceirizados não limitem e nem vedem o acesso da CVM e da entidade autorreguladora: I – ao conteúdo dos contratos; e II – a documentos, dados e informações processadas ou armazenadas pelos prestadores de serviço.

[346] Corresponde ao artigo 47, §§ 1° e 2°, da Resolução CVM n° 35.

[347] Aqui vale a lembrança de que a CVM, por meio do Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI, de 11 de outubro de 2019, tratou das melhores práticas, por parte dos intermediários, para acompanhamento de operações com custos excessivos para os investidores, envolvendo o processo de *suitability*, administração irregular de carteira e *churning*.

esses sistemas de terceiros como se fossem sistemas proprietários, já que essas plataformas de negociação de terceiros estão realizando um serviço crítico em nome do intermediário.

Desta forma, "o intermediário deve possuir estrutura de tecnologia adequada para monitorar o volume, natureza e complexidade das operações originadas em plataformas de negociação de terceiros", preservando que seu cliente seja devidamente atendido, mesmo em situações de volatilidade do mercado e picos de demanda (artigo 32, §1º, da ICVM 505[348-349])[350], submetendo as plataformas de negociação de terceiros "a testes[351] [...] para verificar o seu funcionamento em cenários de estresse [...], bem como a integridade das trilhas de auditoria, para assegurar o rastreamento das inclusões, alterações e exclusões"[352].

Ainda em termos de testagem das plataformas de negociação de terceiros, caso esta ofereça serviços de automação de ordens por meio de algoritmos, o Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI trouxe o dever ao intermediário de "verificar se a plataforma tem controles adequados tanto para a criação e testes desses algoritmos quanto para o monitoramento de seu funcionamento".

Em relação às informações apresentadas por essas plataformas de negociação eletrônicas de terceiros para os clientes, o Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI entende que o intermediário deve sincronizar, de forma tempestiva, as seguintes informações para seus clientes que utilizam tais plataformas: (i) a real posição em custódia e ordens emitidas em nome do cliente; (ii) limites operacionais, exposição a risco e garantias disponíveis para as operações executadas em nome do cliente; e (iii) que o tempo máximo de latência para a sincronização das informações entre os sistemas do intermediário e do prestador de serviço seja divulgado ao cliente, e que seja esclarecido isso ao cliente no contrato firmado com o intermediário, no contrato firmado com o terceiro prestador do serviço ou, ainda, no anúncio de oferta dessa plataforma de negociação de terceiro[353].

---

[348] §1º A estrutura de tecnologia da informação deve ser compatível com o volume, natureza e complexidade de suas operações, de forma a preservar o atendimento aos clientes inclusive em períodos de picos de demanda.
[349] Corresponde ao artigo 33, §1º, da Resolução CVM nº 35.
[350] A menção a este dever está contida no Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI.
[351] A periodicidade desses testes deve estar fixada em política dos intermediários.
[352] A menção a este dever está contida no Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI.
[353] Este dever acaba com uma situação vista no mercado das chamadas plataformas *unicast*, que são utilizadas por alguns intermediários. As plataformas *unicast* são aquelas que não captam informações do investidor de situações realizadas por outros sistemas do intermediário, somente capta e apresenta informações sobre o que aconteceu, por meio desta plataforma, naquele dia (pregão). Assim, se o investidor realiza uma operação pelo home broker, essa informação não será capturada pela plataforma de terceiro, por conta da sua característica *unicast*. Tal situação pode trazer um mau entendimento e leitura do mercado e da estratégia pelo cliente, podendo este abrir posições repetidas, só porque não está visualizando a informação na plataforma *unicast*, que também está vinculada ao intermediário que fez a primeira operação.

Por fim, o Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI requer que o intermediário apresente, de forma clara, objetiva e de fácil acesso em sua página da internet, bem como em cláusula específica no termo de contratação de cada plataforma de negociação de terceiros disponibilizada, as seguintes informações mínimas: a) toda transmissão de ordem por meio digital está sujeita a interrupções ou atrasos, podendo impedir ou prejudicar o envio de ordens ou a recepção de informações atualizadas (i) de 'status' das ordens; (ii) de posições de custódia, de operações e de limites; e (iii) de cotação de ativos (artigo 32, inciso XII, da ICVM 505[354]); b) formas de atualização das informações na plataforma, dentre elas, (i) 'status' das ordens; (ii) posições de custódia, de operações e de limites; e (iii) cotação de ativos; c) formas de contratação da ferramenta; d) custos relacionados (utilização, ambiente de testes etc.); e) funcionalidades (manual da plataforma, por exemplo); f) formas de testar as ferramentas e as funcionalidades (ambiente de testes disponibilizado ao investidor, por exemplo); g) procedimento de contingência, detalhando os passos a serem seguidos pelo investidor em casos de indisponibilidade e instabilidade da ferramenta e formas de aviso sobre os incidentes pelo intermediário; h) tipos disponíveis de plataformas, algoritmos e responsabilidades envolvidas em cada tipo; e i) trilhas de auditoria – informações registradas.

Os deveres aqui citados dos intermediários em relação aos seus sistemas tecnológicos, incluindo as plataformas eletrônicas de negociação de terceiros vieram à tona após a modernização normativa feita pela CVM, por meio da Instrução CVM n° 612/2019 (ICVM 612), que alterou e acrescentou regras na ICVM 505. A ICVM 612 entrou em vigor em 1° de setembro de 2020[355-356], sendo que após a sua publicação, mas antes da sua entrada em vigor a CVM elaborou e divulgou os Ofícios-Circulares 2, 3, 5 e 6 acima citados para apresentar suas expectativas aos intermediários no cumprimento da norma, detalhando situações concretas que não foram objeto da ICVM 612.

---

[354] Corresponde ao artigo 33, inciso XII, da Resolução CVM n° 35.

[355] Ressalta-se que a Instrução CVM n° 618, de 28 de janeiro de 2020, alterou o prazo para entrada em vigor da ICVM 612 de dois artigos: (i) §1º do artigo 25, da ICVM 505, que passou a vigorar a partir de 2 de março de 2020. Este artigo trata da impossibilidade de pessoas vinculadas ao intermediário de negociarem valores mobiliários por intermédio de intermediário ao qual não está vinculado, sendo que o §1º do artigo 25 trata das exceções a essa regra; e (ii) os §§5º a 8º do artigo 4º, da ICVM 505, que passaram a vigorar a partir de 4 de maio de 2020. Estes parágrafos se referem aos deveres do diretor de controles internos indicado pelo intermediário para supervisionar os procedimentos e controles adotados pelo intermediário para cumprimento das regras dispostas na ICVM 505.

[356] Conforme mencionado, a ICVM 505 e ICVM 612, serão substituídas pela Resolução CVM n° 35, que entra em vigor em 1° de julho de 2021.

4.2.2. *Best Execution*

Demonstrados os deveres que os intermediários devem cumprir relacionados ao recebimento e envio de uma ordem, passa-se para à análise dos deveres relacionados ao momento da execução das ordens.

Assim, os próximos deveres aqui tratados se referem a momento posterior ao envio da ordem pelo cliente, tratando-se da fase em que o intermediário executa a ordem. Ou seja, o cliente, por meio de uma ordem por voz, escrita ou por sistema eletrônico de negociação (DMA: *home broker* ou plataforma de terceiro) - relembrando que o DMA é a forma mais comum de envio de ordem nos dias de hoje - já manifestou a sua vontade para o intermediário de realizar um negócio com determinado valor mobiliário a um certo preço e quantidade.

Recepcionada a ordem do cliente pelo intermediário, este deve enviá-la para o sistema de negociação do administrador do mercado organizado para que a ordem do seu cliente se transforme em uma oferta visível para os demais investidores, podendo fechar negócio com uma oferta contrária à dele[357].

Nesse processo, o intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita, sendo que para aferir as melhores condições para a execução das ordens de seus clientes, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem (artigo 19 e seu parágrafo único, da ICVM 505[358-359]).

Para que o intermediário possa cumprir com esse dever, é relevante o estabelecimento de regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, que devem

---

[357] Por exemplo, o cliente do intermediário enviou uma ordem de compra de ações de emissão de determinada companhia, a qual poderá fechar negócio com uma oferta de venda desse mesmo ativo.
Há casos, de forma excepcional, em que a ordem não precisa se transformar em uma oferta no livro de negociação, pois o intermediário "casa" essa ordem com outra ordem que possui, seja de um outro cliente (cabível também em um processo de busca de contraparte) ou da carteira própria, como nos casos de utilização do RLP ou de seu serviço de *client facilitation*. Tais situações poderão ser feitas por meio de sistemas informatizados, desde que sigam o disposto no Ofício-Circular n° 8/2018-CVM/SMI, de 9 de dezembro de 2019. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0820.html. Acesso em: 3 jan. 2021.

[358] Art. 19. O intermediário deve executar as ordens nas condições indicadas pelo cliente ou, na falta de indicação, nas melhores condições que o mercado permita. Parágrafo único. Para aferir as melhores condições para a execução de ordens, o intermediário deve levar em conta o preço, o custo, a rapidez, a probabilidade de execução e liquidação, o volume, a natureza e qualquer outra consideração relevante para execução da ordem.

[359] Corresponde ao artigo 20, da Resolução CVM n° 35.

permitir que o intermediário obtenha as melhores condições disponíveis no mercado para a execução de ordens de seus clientes, conforme dispõe o artigo 20, da ICVM 505[360-361].

Este dever é conhecido como de melhor execução, ou no termo em inglês *best execution*, e tem por finalidade, segundo informado pela CVM na Audiência Pública quando da edição da ICVM 505[362], aumentar a proteção aos investidores, conferindo maior efetividade ao dever fiduciário dos intermediários, que devem agir no melhor interesse de seus clientes, já que a ordem deve sempre ser executada nas melhores condições para o cliente, levando em consideração, no mínimo, os itens acima citados, podendo o intermediário levar outros fatores relevantes para a execução da ordem[363].

Essa medida ganha relevância ainda maior em um cenário em que se estabeleça a possibilidade de concorrência entre diversos ambientes ou sistemas de negociação no mercado secundário. Porém, atualmente há somente a B3 como administradora de mercados organizados de bolsa e balcão, não existindo outros concorrentes que permitam a negociação dos mesmos valores mobiliários negociados na B3 de forma relevante.

Assim, a questão do *best execution* se torna, de certa forma, facilitada ao intermediário, pois não é necessário realizar a comparação da execução com outros locais de negociação, não precisando cotejar preço, custo, rapidez, probabilidade de execução e liquidação entre diferentes mercados organizados, já que o intermediário concentrará a execução dos negócios no mercado secundário de seus clientes na B3.

Porém, mesmo com a existência de um único ambiente de negociação de valores mobiliários para o mercado secundário, o dever de melhor execução não desaparece, se mantendo presente para certas situações como, por exemplo, na oferta de negócios estruturados e complexos que terão alto custo ao cliente, enquanto esse mesmo negócio poderia ser executado de forma mais simples e com menor custo.

---

[360] Art. 20. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a: I – permitir que os intermediários obtenham as melhores condições disponíveis no mercado para a execução das ordens de seus clientes; II – possibilitar, a qualquer tempo, a vinculação entre a ordem transmitida, a respectiva oferta e o negócio realizado; e III – assegurar que os clientes sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados.

[361] Corresponde ao artigo 21, da Resolução CVM n° 35.

[362] Audiência Pública SDM n° 4/09. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html. Acesso em: 27 dez. 2020.

[363] Fatores levados em consideração pelo intermediário que sejam diferentes daqueles apontados no artigo 19, da ICVM 505, devem estar descritos em política específica do intermediário, a qual seus clientes devem ter conhecimento.

A falha no cumprimento do dever de melhor execução também pode ocorrer quando o intermediário oferece uma operação ao cliente em que esta será sempre perdedora, não havendo um cenário possível em que o cliente possa obter resultado positivo[364].

Por fim, outro exemplo de falha ao dever de melhor execução da ordem do cliente é verificado no momento da execução da ordem, por conta da lentidão do intermediário em tratar a ordem enviada pelo cliente em seus sistemas e encaminhá-la para execução aos sistemas da B3.

Como dito anteriormente, grande parte das operações do mercado secundário de valores mobiliários é realizada por meio da internet, utilizando-se de ordens via DMA. A execução desse tipo de ordem tende a ser a mais rápida, em comparação com as demais, haja vista a evolução tecnológica existente na indústria, além de ser um procedimento totalmente automatizado, feito pelos sistemas eletrônicos do intermediário, desde a recepção da ordem, o seu registro, o armazenamento e o envio para o mercado organizado. Inclusive, há diversas estratégias de investidores, principalmente os chamados *traders* e aqueles que operam por algoritmos (HFTs), que se utilizam exclusivamente desse tipo de ordem e suas operações contam com a rapidez de envio e de execução da ordem.

Nesse sentido, a rapidez na execução de ordens é relevante para o cliente do intermediário, pois lentidões acima de um limite razoável podem atrapalhar estratégias e causar prejuízos aos clientes.

Quando há o envio de uma ordem, por meio do DMA, presume-se que o intermediário envia a ordem de forma imediata para execução nos sistemas do administrador de mercado organizado, a não ser que haja orientação do cliente de forma contrária. Portanto, não há motivo, a não ser que o intermediário demonstre o contrário, para o represamento de qualquer ordem.

Tal fato pode ser verificado, por exemplo, no artigo 28, item 2 da Diretiva 2014/65/UE[365], que prevê que no caso de ordens dadas por clientes, relativas a valores mobiliários admitidos à negociação num mercado organizado, os intermediários devem permitir a sua execução tão rápida quanto possível.

---

[364] Tal situação pode estar relacionada com alguma prática fraudulenta (situação verificada no inciso II, alínea c, da ICVM 8) ou mesmo a falta de esclarecimentos de riscos de forma adequada ao cliente (dever imposto no artigo 32, inciso V, da ICVM 505).

[365] Disponível em https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=pt. Acesso em: 27 dez. 2020.

Para cumprir com esse seu dever, o intermediário, no âmbito de sua política de execução de ordens, conforme dispõe o artigo 20, da ICVM 505[366], deve descrever suas regras e controles internos para lidar com essa questão do *best execution*, contemplando essa questão da rapidez na execução de ordens, devendo lidar diretamente com o fato da existência da latência (ou seja, diferença de tempo) no tráfego dessa ordem pela internet, desde a saída da ordem da infraestrutura do cliente, que está operando por meio de uma plataforma eletrônica, passando pelo seu sistema de administração de ordens[367], até a execução nos sistemas do administrador de mercado.

Para tanto, também é necessário que o intermediário tenha controles internos para verificar o cumprimento dessa norma, nos termos do artigo 3°, da ICVM 505[368-369].

Nesse sentido, é natural que o intermediário apenas garanta o cumprimento de certo tempo de rapidez naquilo que ocorrer dentro de sua infraestrutura, já que é nesse ambiente que o intermediário pode fazer, com precisão, as medições de tempo e velocidade e realizar investimentos para diminuir eventuais ineficiências e latências de sua infraestrutura tecnológica. Dessa forma, o intermediário afasta qualquer problema que possa ocorrer em sistemas e infraestruturas tecnológicas de terceiros.

Esse dever de atuação do intermediário na mensuração da rapidez para a execução de ordens de clientes foi reafirmado pela CVM em seu Ofício-Circular n° 3/2020-CVM/SMI, de 6 de abril de 2020, no qual a autarquia afirma que:

> [...] é certo que grande parte dos investidores, até por iniciativa dos próprios intermediários, buscam realizar suas operações através de equipamentos conectados à internet, e que um dos problemas de maior impacto para o investidor é a chamada 'latência', ou seja, a diferença de tempo entre o início de um evento, no caso o envio da ordem pelo investidor, e o momento em que os seus efeitos se tornam perceptíveis.
> Essas plataformas, por sua vez, para melhor atender aos interesses do cliente, dependem das condições de transmissão, cujo indicador de latência é um dos mais sensíveis, pois pode gerar resultados não esperados pelo cliente.
> O cliente, em razão da latência, pode experimentar um resultado completamente diferente daquele simulado previamente por ele mesmo sobre determinada estratégia de negócios, situação que não foi influenciada pela latência.

[366] Corresponde ao artigo 21, da Resolução CVM n° 35.
[367] Também conhecido no mercado como OMS: *Order Management System*. É o sistema utilizado pelos intermediários para se conectarem ao administrador de mercado organizado, conforme mencionado por Hal McIntyre (p. 724).
[368] Art. 3º O intermediário deve adotar e implementar: I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução; e II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.
[369] Corresponde ao artigo 4°, da Resolução CVM n° 35.

Por conta dessas situações listadas pela CVM, a autarquia mencionou no Ofício-Circular n° 3/2020-CVM/SMI que "para melhor atender a seus clientes, [o intermediário] deve estimar a latência", utilizando-a "como um indicador que irá nortear seus procedimentos para preservar o atendimento aos seus clientes, inclusive em períodos de picos de demanda".

Portanto, verifica-se a importância que o intermediário tem que dar para essa questão da rapidez na execução da ordem, para que cumpra de maneira adequada o seu dever de melhor execução.

A regra sobre *best execution* disposta no artigo 19, da ICVM 505[370], é inspirada na regulamentação europeia, mais especificamente na Diretiva Europeia 2004/39/CE sobre os mercados de instrumentos financeiros (artigo 21), conforme mencionado na Audiência Pública do referido normativo[371].

Referida Diretiva foi revogada em 2 de janeiro de 2018, quando passou a vigorar a Diretiva 2014/65/UE, sendo que a questão do dever de melhor execução encontra-se no artigo 27, trazendo como princípio a necessidade de o intermediário tomar todas as medidas suficientes para obter, na execução das ordens, o melhor resultado possível em termos de preço, custos, rapidez, probabilidade de execução e liquidação, volume, natureza ou qualquer outra consideração relevante para a execução da ordem. Mas deixando claro que no caso de existir instrução específica do cliente, o intermediário deve executar a ordem de acordo com a orientação dada pelo investidor.

O dever de melhor execução encontra-se, atualmente, em reforma pela CVM, tendo em vista a Audiência Pública SDM n° 9/19[372], a qual procura aperfeiçoar referido dever em um cenário de fragmentação da liquidez, tendo em vista que a CVM procurou dar estímulo à competição, para que haja mais de um mercado organizado no Brasil além da B3.

Assim, a autarquia procurou orientar a regra de *best execution* no sentido de se estabelecer como prevalente o critério para aferição da melhor execução para investidores de varejo o do desembolso total pela operação. Ademais, a minuta do novo normativo esclarece que o intermediário não estará obrigado a ser participante de todos os mercados

[370] Corresponde ao artigo 20, da Resolução CVM n° 35.
[371] Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0039&from=pt. Acesso em: 27 dez. 2020.
[372] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html. Acesso em: 27 dez. 2020.

em que as ordens de seus clientes podem vir a ser executadas, mas que deverá informá-los acerca da existência de outros mercados aos quais o intermediário não tem acesso[373].

4.2.3. Conflito de Interesses

Outro dever imposto aos intermediários, que está atrelado ao momento da execução de uma ordem, é o de não privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas vinculadas ao intermediário[374], em detrimento dos interesses de clientes, conforme dispõe o artigo 30, parágrafo único, da ICVM 505[375-376].

A CVM complementa tal dever, acrescentando no artigo 31, da ICVM 505[377-378], que o intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses[379].

Estes dois dispositivos da ICVM 505, que podem ser tratados de forma unificada, procuram prevenir que o intermediário e pessoas a ele vinculadas explorem situações conflituosas, que podem prejudicar o seu cliente e beneficiá-los, seja na obtenção de um

---

[373] Atualmente a Audiência Pública SDM n° 9/19 já recebeu comentários do mercado, e está em análise pela CVM que deverá apresentar suas percepções dos comentários e possíveis mudanças no normativo. Nos comentários apresentados houve manifestações favoráveis a manutenção da regra atual.

[374] Conforme artigo 1°, inciso VI, da ICVM 505, pessoas vinculadas são: a) administradores, funcionários, operadores e demais prepostos do intermediário que desempenhem atividades de intermediação ou de suporte operacional; b) agentes autônomos que prestem serviços ao intermediário; c) demais profissionais que mantenham, com o intermediário, contrato de prestação de serviços diretamente relacionados à atividade de intermediação ou de suporte operacional; d) pessoas naturais que sejam, direta ou indiretamente, controladoras ou participem do controle societário do intermediário; e) sociedades controladas, direta ou indiretamente, pelo intermediário ou por pessoas a ele vinculadas; f) cônjuge ou companheiro e filhos menores das pessoas mencionadas nas alíneas "a" a "d"; e "g") clubes e fundos de investimento cuja maioria das cotas pertença a pessoas vinculadas, salvo se geridos discricionariamente por terceiros não vinculados;

[375] Art. 30. O intermediário deve exercer suas atividades com boa fé, diligência e lealdade em relação a seus clientes. Parágrafo único. É vedado ao intermediário privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas em detrimento dos interesses de clientes

[376] Corresponde ao artigo 31, parágrafo único, da Resolução CVM n° 35.

[377] Art. 31. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos que sejam aptos a prevenir que os interesses dos clientes sejam prejudicados em decorrência de conflitos de interesses.

[378] Corresponde ao artigo 32, da Resolução CVM n° 35.

[379] Para aprofundar-se na conceituação de conflito de interesses, verificar: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2ª ed. revista e aumentada. São Paulo: Malheiros, 2014. pp. 19-26.

lucro com determinada operação ou evitando um prejuízo no mercado secundário de valores mobiliários[380-381].

Este dever está relacionado com a fase de negociação, pois é nela que se verifica o principal interesse dos clientes, que é a de executar negócios no mercado secundário com o intuito de fazer novos investimentos para obtenção de lucro, reserva de emergência, virar acionista de uma companhia aberta ou buscar proteções de *hedge* para seus negócios. Sendo que ao lado dessas motivações dos clientes, encontra-se a principal função dos intermediários no mercado secundário, que é a de proporcionar aos seus clientes a execução de negócios, por meio de ordens prévias emitidas pelos investidores.

Assim, havendo uma ordem de um cliente para executar determinado negócio que gerará lucro para o cliente ou que demonstre ser uma boa oportunidade de negócio ao cliente, o intermediário não pode se aproveitar dessa situação, deixar de executar o negócio em favor do cliente e executar o negócio para si ou para uma pessoa vinculada.

Ou seja, na relação jurídica existente entre cliente e intermediário (relação contratual de prestação de serviços de intermediação no mercado de valores mobiliários), a corretora e a distribuidora não podem privilegiar seus próprios interesses, quando o cliente manifestar ter interesse na mesma situação. É nesse sentido que a CVM[382], desde 1978, já informava que em razão da:

> [..] existência de uma relação fiduciária entre intermediário e cliente exige-se do primeiro uma obrigação de atender sempre aos interesses de seu cliente e de revelar ao mesmo as operações em que o próprio intermediário tenham algum interesse, direto ou indireto. [Sendo] dever de qualquer profissional de mercado, que esteja em posição de induzir terceiros a investir, [de revelar] conflito de interesses, quando existir, e essa revelação deve ser feita previamente à decisão do investidor de comprar ou vender valores mobiliários. [...] O conflito de interesses nem sempre está adstrito às características do valor mobiliário objeto do investimento. O intermediário deve evitar o uso de práticas, tais como as de excesso de

[380] Pode haver outras situações de conflito de interesses entre clientes e intermediários como, por exemplo, no papel desempenhado pelo intermediário de análise de valores mobiliários ou na recomendação de produtos, porém, em razão do escopo da presente dissertação, o foco será no conflito de interesses na fase de negociação no mercado secundário de valores mobiliários.

[381] Sobre a importância do tratamento regulatório da questão do conflito de interesses, Nelson Eizirik alertou que: "[...] a eliminação do conflito de interesses, provavelmente o mais sério problema de equidade, [deve] constituir um dos objetivos principais da regulação do mercado de capitais. A legislação deve evitar a ocorrência de situações em que o intermediário financeiro tenha, numa determinada transação, interesses potencialmente contrários aos de seu cliente". EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 55.

[382] Voto 426/1978 proferido por Roberto Teixeira da Costa, aprovado pela 311ª sessão do Conselho Monetário Nacional, realizada sob presidência do Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, em 20 de dezembro de 1978. Disponível em https://www.bcb.gov.br/conteudo/cmn/AtasCmn/Ata_0311_CMN.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

> negociações, que não atendam exclusivamente aos objetivos do investimento do seu cliente.

Desta forma, haverá conflito quando o intermediário se encontrar em uma situação na qual há dois interesses inconciliáveis, quais sejam: atender o cliente e cumprir a sua função de executar uma ordem dentro das melhores condições para o cliente, ou executar um negócio para sua carteira própria ou para alguma pessoa vinculada, deixando de atender o cliente ou executando um negócio em piores condições ao cliente, pois a operação que melhor atenderia o cliente foi executada para o próprio intermediário ou alguém a ele vinculado.

Caso o intermediário se encontre nessa situação, tem o dever de não privilegiar seu próprio interesse, ou seja, de não executar a operação para si, e cumprir com sua função de intermediador e executar o negócio solicitado pelo cliente. É nesse sentido a orientação da IOSCO sobre o tema[383]:

> *Addressing any conflicts of interest arising between its interests and those of its clients. Where the potential for conflicts arise, a market intermediary should ensure fair treatment of all its clients by taking reasonable steps to manage the conflict through organizational measures to prevent damage to its clients' interest, such as: internal rules, including rules of confidentiality; proper disclosure; or declining to act where conflict cannot be resolved*.

Interessante notar que não há, a princípio, irregularidade em o intermediário, por meio de sua carteira própria, ou de alguma pessoa vinculada, em atuar na contraparte de um cliente, seja de maneira proposital, atuando como formador de mercado, realizando o que se chama de *client facilitation*, ou de maneira ocasional. O importante é que não haja exploração do conflito de interesses.

Para evitar questionamentos, é comum os intermediários solicitarem aos seus clientes, no momento do preenchimento da ficha cadastral, se eles autorizam operações em que o intermediário possa ser contraparte do investidor. Porém, mesmo com o aval do cliente, situações que configuram conflito de interesses não podem ser exploradas pelos intermediários.

Para se evitar essas situações, o intermediário deve ter regras próprias e controles para que essas regras sejam cumpridas com o intuito de: I - identificar quaisquer conflitos

---

[383] IOSCO. **Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf. Acesso em: 11 out. 2020.

de interesses que possam surgir entre ele, ou pessoas vinculadas a ele, e seus clientes, ou entre os clientes; II – permitir que, diante de uma situação de conflito de interesses, o intermediário possa realizar a operação, em nome do cliente, com independência; e III – estabelecer mecanismos para informar ao cliente que o intermediário e as pessoas a ele vinculadas estão agindo em conflito de interesses e as fontes desse conflito, antes de efetuar uma operação (artigo 31, da ICVM 505[384]).

Nesse sentido, cabe ao intermediário descrever em seus documentos quais serão os potenciais conflitos que podem ocorrer entre ele e seus clientes e as maneiras que irá identificar tais situações e como orientará seus prepostos e clientes, além de informar de como agirá.

A descrição das possíveis situações conflituosas pode ser feita de maneira genérica, devendo ser adaptada de acordo com o perfil do intermediário e as atividades que desenvolve, conforme dispõe a CVM no Relatório de Análise sobre a Audiência Pública que tratou da ICVM 505[385].

A inspiração da CVM para estabelecer esse dever, da forma como está disposto na ICVM 505, foi o artigo 18 da Diretiva Europeia 2004/39/CE[386-387], conforme informa o Edital de Audiência Pública n° 04/09 da CVM[388].

---

[384] Corresponde ao artigo 32, da Resolução CVM n° 35.

[385] "A CVM decidiu incluir o **caput** e o §1º do artigo sobre conflitos de interesses, por entender que o detalhamento nele previsto é razoável e pode ser adaptado de acordo com o perfil do intermediário e as atividades por ele desenvolvidas.
Em relação ao comentário de que há determinadas situações em que o intermediário não pode ou não deve mencionar o motivo pelo qual está em conflito real ou potencial, tendo em vista suas regras internas, cabe esclarecer que a informação de 'fontes' prevista no inciso III não requer dados específicos em relação a operações, mas apenas informações de caráter genérico."
Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html. Acesso em: 23 jan. 2021.

[386] "Os Estados-Membros devem exigir das empresas de investimento que tomem todas as medidas razoáveis para identificar possíveis conflitos de interesses entre elas próprias, incluindo os seus dirigentes, empregados e agentes vinculados ou quaisquer pessoas com elas direta ou indiretamente ligadas através do controle, e os seus clientes, ou entre os próprios clientes, susceptíveis de surgir no quadro da prestação de quaisquer serviços de investimento e auxiliares, ou de combinações desses serviços". Disponível em: PT001.pdf (europa.eu). Acesso em: 23 jan. 2021.

[387] Importante mencionar que a Diretiva Europeia 2004/39/CE foi revogada pela Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, a qual está em vigor e dispõe que: "Os Estados-Membros exigem às empresas de investimento que tomem todas as medidas adequadas para identificar e para evitar ou gerir quaisquer conflitos de interesses entre elas próprias, incluindo os seus dirigentes, empregados e agentes vinculados ou quaisquer pessoas com elas direta ou indiretamente ligadas através de controle, e os seus clientes, ou entre os próprios clientes, suscetíveis de surgir no quadro da prestação de quaisquer serviços de investimento e auxiliares, ou de combinações desses serviços, incluindo os causados pela aceitação de incentivos de terceiros ou pela própria remuneração da empresa de investimento e demais estruturas de incentivos". Disponível em Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014, relativa aos mercados de instrumentos financeiros e que altera a Diretiva 2002/92/CE e a Diretiva 2011/61/UETexto relevante para efeitos do EEE (europa.eu). Acesso em: 23 jan. 2021.

[388] Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html. Acesso em: 23 jan. 2021.

Para ilustrar a complexidade das análises referentes ao dever de evitar o conflito de interesses e privilegiar os clientes ao invés do próprio intermediário, mostra-se relevante o julgamento feito pela BSM no âmbito do processo administrativo disciplinar n° 12/2016[389] ("PAD 12/2016"), no qual o autorregulador acusou uma corretora e seu diretor por atuação em conflito de interesses, em razão da execução de operações da carteira próprio desse intermediário, que impediram que clientes da corretora, que estavam com ofertas com prioridade de execução[390] no livro de negociação da B3, fossem atendidos. Tal problema era parte negativa de um produto inovador desenvolvido por esse intermediário, que gerava, na maioria das operações, melhoria de preços para os investidores em comparação com os preços que seriam obtidos no sistema de negociação da B3, sendo que tal parte benéfica aos investidores não foi objeto de acusação pela BSM.

Segundo o termo de acusação do PAD 12/2016, a corretora desenvolveu um algoritmo que visava a execução de negócio entre a carteira própria da corretora e ordens de seus clientes, enviadas por meio de DMA que resultariam em ofertas agressoras, pois atenderiam imediatamente ofertas registradas no melhor nível de preço na ponta oposta do livro de negociação da B3.

Ao identificar as ordens agressoras, o algoritmo da corretora, ao invés de enviar essas ordens para o livro da B3, utilizava tais ordens para fechar negócio direto[391] com a carteira própria da corretora, após a checagem dos parâmetros de gestão de risco da corretora. A maior parte das operações fruto dos negócios diretos foram realizadas a preços melhores do que os constantes do sistema de negociação da B3 e não foram objeto da acusação, e a menor parte das operações foram executadas no mesmo preço que seria obtido no sistema de negociação da B3 e geraram a inexecução de ofertas de clientes da corretora, que estavam com ofertas "penduradas" no livro de negociação, a mesmo preço da oferta agressora (essa parte das operações foi objeto da acusação).

Nas operações objeto da acusação, com a execução desse negócio direto entre a ordem agressora e a carteira própria da corretora, a oferta que seria agredida no livro da B3 e que era de um cliente da corretora, deixou de ser atendida ou foi atendida posteriormente

---

[389] Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad. Acesso em: 23 jan. 2021.

[390] A prioridade para execução de ofertas na B3 é dada pela combinação preço-tempo: têm prioridade ofertas com melhor preço - maior preço na compra e menor preço na venda - observada a ordem cronológica de registro dessa oferta. Como exceção a essa regra há a ordem RLP, a qual será explicada adiante.

[391] Negócios executados intencionalmente por um mesmo intermediário representando tanto o comitente vendedor quanto o comitente comprador, sem passar pelo livro de ofertas, mas com divulgação da negociação para terceiros.

por outra oferta a preço pior do que obteria se a oferta tivesse sido executada pela ordem agressora, ou a mesmo preço, mas com atraso em relação ao tempo de execução obtido caso não houvesse o negócio direto.

Por esses motivos, que foram tratados aqui de forma sucinta, o Conselho de Supervisão da BSM entendeu, por maioria de votos[392], que a corretora, mesmo após ter sido alertada pela autorreguladora sobre a irregularidade de tais operações, continuou atuando de forma a explorar o conflito de interesses e não privilegiar os interesses de seus clientes que estavam com ofertas no livro da B3 e foram prejudicados pela atuação da carteira própria da corretora que impediu a execução dessas ofertas[393].

Conforme o voto de um dos conselheiros da BSM, o conflito de interesses ficou caracterizado no momento em que o algoritmo da corretora foi programado para desviar as ordens agressoras para fechar negócios com a carteira própria da corretora, privilegiando os interesses da corretora em detrimento dos interesses de seus clientes que possuíam ofertas da mesma natureza que as ofertas da carteira própria da corretora e com prioridade de execução, porém não foram atendidos, em razão da interposição da carteira própria da corretora[394].

Para esse mesmo conselheiro, a materialização do conflito de interesses ocorreu quando o negócio direto entre a ordem agressora e a carteira própria foi registrado nos sistemas da B3, sem que a oferta do cliente que estava no livro da B3 com prioridade de execução fosse atendida. Sendo que, no momento que esse cliente deixou de ser atendido,

---

[392] Destaca-se que os votos proferidos no PAD 12/2016 citam a complexidade do caso e as inovações que as discussões em torno desse processo geraram para a indústria de intermediação, inclusive por conta dos pontos positivos existentes no produto da corretora acusada, o qual foi melhorado, posteriormente, e regulamentando pela B3 de forma a não gerar irregularidades, com aprovação da CVM. Além disso, os votos também apresentaram discussões jurídicas relevantes como a de dolo eventual, erro de proibição e sobre a materialização, ou não, de conflito de interesses e o momento em que ocorreria essa materialização.

[393] A CVM, em análise sobre a alteração de Regulamento da B3 que tratava do negócio direto, mencionou este caso e resumiu a forma de atuação do intermediário da seguinte forma: "a) O cliente envia ordem para o sistema de gerenciamento de ordens da corretora via DMA; b) Um algoritmo verifica se tal ordem resultaria em oferta agressora, se o ativo se encontra no rol de ativos atendidos pelo mecanismo (minicontratos futuros de IBOV e Dólar) e se está dentro dos parâmetros de risco da corretora: i. Em caso positivo, a corretora altera a sessão de negociação do cliente (de DMA para sessão Mesa) e interpõe a carteira própria da corretora como contraparte da oferta do cliente, registrando um negócio direto intencional na B3; ou ii. Em caso negativo, a ordem é direcionada para o livro de ofertas da B3 para execução como ordem DMA". Trecho do Memorando nº 18/2019-CVM/SMI. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1410__versao_site.pdf. Acesso em: 18 mai. 2019.

[394] Voto do Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro, que foi relator do PAD 12/2016 na apreciação do recurso interposto pelo intermediário na BSM. Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad. Acesso em: 23 jan. 2021.

por conta da atuação da carteira própria da corretora, houve a ciência do intermediário sobre a materialização do conflito de interesses[395].

Interessante notar que a parte do produto inovador, que não foi objeto de acusação no PAD 12/2016, levou a B3 a formular uma nova regra e uma nova sistemática de execução de ordens para os mercados que administra, permitindo que os intermediários possam utilizar a sua carteira própria para executar negócios na contraparte de ordens de seus clientes que sejam agressoras, porém, com a diferença que a sistemática criada pela B3 impede a exploração do conflito de interesses, pois não permite que a corretora execute o negócio com a ordem agressora se tiver um cliente desse intermediário com oferta no livro da B3 com prioridade de execução[396].

Nesse sentido, a B3 criou e regulamentou a oferta de *Retail Liquidity Provider* ("RLP"), por meio do Ofício-Circular n° 019/2019-VOP, de 10 de junho de 2019, a qual foi aprovada pela CVM, em 21 de maio de 2019, para vigorar por um período experimental de um ano. Posteriormente, esse mecanismo foi renovado por mais um ano, nos termos da

[395] Voto do Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro, que foi relator do PAD 12/2016 na apreciação do recurso interposto pelo intermediário na BSM. Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-012-pad. Acesso em: 23 jan. 2021.

[396] O voto do Conselheiro Wladimir Castelo Branco Castro no PAD 12/2016 trouxe uma tabela comparativa entre o mecanismo utilizado pela corretora acusada no processo administrativo e a regra do RLP criada pela B3 e aprovada pela CVM. O referido quadro apresenta as seguintes diferenças entre as duas situações:

Situação vista no PAD 12/2016	**RLP**
Há preterição de clientes de varejo	Não há preterição de clientes de varejo
A preterição de institucionais tende a zero, pois a corretora não tem foco em intermediar operações com mini-dólar e mini-índice para institucionais	Possibilidade de exclusão da regra de não preterição apenas para clientes institucionais mediante prévia e expressa anuência
O controle para reduzir preterição é realizado no OMS: existe preterição em decorrência da diferença de informação entre o OMS e o sistema de negociação da B3	O controle para evitar preterição é realizado pela B3 em seu sistema de negociação. Esse controle evita a preterição
Não há limite de volume	Limite de volume de 15%, valor considerado benéfico, segundo estudos da B3, para a formação de preço nos casos de internalização de ordens
Preço não *pegged* no *spread*, possibilidade de rejeição	Preço *pegged* no *spread*, impossibilidade de rejeição (preço *pegged* é aquele que rompe a prioridade de tempo, tendo sempre a prioridade. É específico para ofertas RLP)
Clientes anuem com interposição de carteira em contrato de adesão	Clientes deverão anuir mediante mecanismo de *opt-in*, vedada a adesão como padrão, sem a manifestação expressa do cliente
Divulgação parcial de informações sobre o mecanismo utilizado	Obrigação de divulgação de informações qualitativas e quantitativas, as quais serão complementadas por métricas de risco associadas a operações regulares e de *day-trade*, incluindo a probabilidade de perda em operações de *day-trade* envolvendo minicontratos.

decisão do Colegiado da CVM de 4 de agosto de 2020, conforme Ofício-Circular n° 099/2020-PRE, de 6 de agosto de 2020, da B3.

Esse novo tipo de oferta criado pela B3 sistematiza o processo de atuação da carteira própria do intermediário como contraparte do fluxo de ordens agressoras de clientes de varejo, levando maior liquidez para o mercado secundário, já que é o intermediário o principal responsável pela criação do fluxo de ordens de clientes de varejo e quanto maior for sua capacidade de fornecimento de liquidez para esse fluxo, maiores serão seus incentivos para a promoção e o desenvolvimento da base de clientes e da liquidez do mercado.

Em 15 de dezembro de 2020, o Colegiado da CVM autorizou a B3 a expandir os produtos em que o RLP poderá ser utilizado, tais como contratos futuros de ações e contratos futuros de pares de moedas estrangeiras em dólar norte-americano referenciados em outras moedas, pois possuem baixa liquidez, e ações e ETF de renda fixa, por apresentarem baixo ou médio percentual de operações *daytrade*.

A oferta RLP tem como importante característica a prioridade sobre as demais ofertas existentes no livro. Como mencionado anteriormente, a regra nos mercados da B3 é que a prioridade de execução leva em consideração a combinação preço-tempo. Já para aqueles ativos em que é permitida a oferta RLP, o novo critério de prioridade de execução inclui o intermediário nessa equação de forma que a prioridade, exclusivamente para essas ofertas, passa a ser estabelecida pelo critério preço-intermediário-tempo[397].

Além disso, o RLP se utiliza de uma oferta do tipo *pegged*, na qual o intermediário indica a quantidade de compra e/ou venda, e o preço fica sendo automaticamente ajustado pelo sistema da B3 para o melhor preço de compra ou o melhor preço de venda, evitando, assim, a preterição de clientes do intermediário e a exploração do conflito de interesses.

Para garantir que os intermediários não façam represamento de ordens de seus clientes em seus sistemas para escolher o melhor momento para utilizar a oferta RLP e, assim, atuar de forma a prejudicar clientes e explorar o conflito de interesses, a CVM determinou que a BSM supervisione tal situação, conforme disposto no Memorando nº 18/2019-CVM/SMI.

[397] O parágrafo único, do artigo 73, da ICVM 461, estabelece que "quando se tratar de sistema de negociação centralizado e multilateral [como é o da B3], a formação de preços deve se dar por meio da interação de ofertas, em que seja dada precedência sempre à oferta que represente o melhor preço, respeitada a ordem cronológica de entrada das ofertas no sistema ou ambiente de negociação, ressalvados os casos de procedimentos especiais de negociação previstos em regulamento". A prioridade dada nos casos da oferta RLP é permitida, por conta dessa exceção que existe no normativo da CVM, permitindo que a B3 altere, para o caso específico, a regra de prioridade de execução pelo sistema preço-tempo.

Ademais, conforme preconizado no Ofício-Circular nº 1/2019-CVM/SMI, de 7 de agosto de 2019[398], os intermediários devem: (a) disponibilizar ao seus clientes de varejo mecanismo de *opt-in*, mediante o qual o cliente, por meio de prévia e expressa declaração, manifesta sua concordância com a sistemática de utilização da oferta RLP; (b) obter manifestação prévia e expressa de todos os novos clientes (por ocasião da abertura da conta ou por adesão *a posteriori* ao RLP), como para clientes já cadastrados, sobre a aceitação de participar do mecanismo de RLP do intermediário, sendo que a manifestação favorável do cliente não pode ser condição para abertura, manutenção da conta ou prestação de serviços de intermediação de valores mobiliários; (c) deixar de atuar como contraparte em uma oferta RLP dos clientes que não tenham se manifestado pela utilização do serviço; e (d) disponibilizar a opção *opt-out* aos investidores que tenham expressa e previamente aderido ao produto RLP.

Por fim, destaca-se uma nova modalidade de serviço criada pela regra do RLP, no qual o intermediário poderá vender o seu fluxo de ordens de varejo para outro intermediário ou cliente e ser remunerado por essa venda de fluxo. Essa situação é conhecida como *payment for order flow*. Caso ocorra essa venda de fluxo, o intermediário que as adquirir terá que dar o mesmo tratamento das ofertas RLP que dá aos seus clientes e fazer as devidas divulgações sobre essa situação.

4.2.4. Operações sujeitas a procedimentos especiais nas bolsas de valores

Durante a fase de negociação, o intermediário pode se deparar com determinadas situações excepcionais em que a execução da ordem enviada pelo cliente deve passar por procedimentos especiais no mercado secundário.

Isso ocorre, em razão da Instrução CVM n° 168/1992 (ICVM 168), na qual as bolsas de valores devem adotar procedimentos especiais de negociação para operações que representem: (i) quantidade de ações ou direitos sensivelmente superior à média diária negociada nos últimos pregões, ou qualquer bloco substancial, mesmo que a negociação não envolva transferência de controle; e (ii) preço sensivelmente superior ou inferior à média dos últimos pregões (artigo 1°, da ICVM 168[399]).

---

[398] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0119.html. Acesso em: 2 jun. 2021.

[399] Art. 1º As Bolsas de Valores deverão adotar procedimentos especiais de negociação para as operações que representem: I - quantidade de ações ou direitos sensivelmente superior à média diária negociada nos últimos

Além disso, as bolsas de valores também devem adotar procedimentos especiais para operações que envolvam: (i) solicitações de órgãos do Poder Judiciário; (ii) solicitações de representantes de sociedades em liquidação extrajudicial; (iii) venda de ações de acionistas em mora, por solicitação de sociedades anônimas, na forma prevista no inciso II, do artigo 107, da LSA[400]; (iv) venda de frações de bonificação decorrentes de capitalização de lucros ou reservas, por solicitação de sociedades anônimas, na forma prevista no §3°, do artigo 169, da LSA[401]; (v) sobras decorrentes do não exercício de direito de preferência na subscrição particular por acionistas de companhias abertas, na forma prevista na alínea "a", do §7°, do artigo 171, da LSA[402]; (vi) direitos de subscrição pertencentes a: (a) acionista controlador ou sociedades controladas pela companhia emissora; (b) instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o inciso I, do artigo 15, da Lei 6385/76[403]; e (c) quem quer os tenha adquirido com o fim de colocá-los no mercado; (vii) alienação de controle acionário; e (viii) qualquer negociação atípica ou cujas características não estejam contempladas nos regulamentos de operações das Bolsas de Valores (artigo 2°, da ICVM 168[404]).

---

pregões, ou qualquer bloco substancial, mesmo que a negociação não envolva transferência de controle; II - preço sensivelmente superior ou inferior à média dos últimos pregões.

[400] Art. 107. Verificada a mora do acionista, a companhia pode, à sua escolha: [...] II - mandar vender as ações em bolsa de valores, por conta e risco do acionista.

[401] Art. 169. O aumento mediante capitalização de lucros ou de reservas importará alteração do valor nominal das ações ou distribuições das ações novas, correspondentes ao aumento, entre acionistas, na proporção do número de ações que possuírem. [...] §3º As ações que não puderem ser atribuídas por inteiro a cada acionista serão vendidas em bolsa, dividindo-se o produto da venda, proporcionalmente, pelos titulares das frações; antes da venda, a companhia fixará prazo não inferior a 30 (trinta) dias, durante o qual os acionistas poderão transferir as frações de ação.

[402] Art. 171. Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. [...] § 7º Na companhia aberta, o órgão que deliberar sobre a emissão mediante subscrição particular deverá dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos, podendo: a) mandar vendê-las em bolsa, em benefício da companhia.

[403] Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado;

[404] Art. 2º Deverão, também, as Bolsas de Valores adotar procedimentos especiais para as operações que envolvam: I - solicitações de órgãos do Poder Judiciário; II - solicitações de representantes de sociedades em liquidação extrajudicial; III - venda de ações de acionistas em mora, por solicitação de sociedades anônimas, na forma prevista no item II do art. 107 da LEI Nº 6.404/76; IV - venda de frações de bonificação decorrentes de capitalização de lucros ou reservas, por solicitação de sociedades anônimas, na forma prevista no parágrafo 3º do art. 169 da Lei nº 6.404/76; V - sobras decorrentes do não exercício de direito de preferência na subscrição particular por acionistas de companhias abertas, na forma prevista na alínea "a" do parágrafo 7º do art. 171 da LEI Nº 6.404/76; VI - direitos de subscrição pertencentes a: a) acionista controlador ou sociedades controladas pela companhia emissora; b) instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o inciso I do art. 15 da Lei nº 6.385/76; c) quem quer os tenha adquirido com o fim de colocá-los no mercado. VII - alienação de controle acionário; VIII - qualquer negociação atípica ou cujas características não estejam contempladas nos regulamentos de operações das Bolsas de Valores. §1º As operações previstas nos itens VI e VII serão submetidas à prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários, devendo as Bolsas de Valores, nos demais casos, fixar as condições de realização da operação e acompanhar sua execução. §2º Na hipótese do inciso V, a Bolsa de Valores deverá solicitar declaração da companhia, esclarecendo se os acionistas controladores exerceram na totalidade seus direitos à subscrição para, em caso negativo, submeter previamente a operação à Comissão de Valores Mobiliários. §3º Na hipótese do inciso VII, o alienante poderá determinar que a operação

Tais situações acima descritas devem ser regulamentadas pelas bolsas de valores, como a B3 faz, por exemplo, em seu Regulamento de Operações e Manual de Operações[405], sendo que cabe aos intermediários, ao receberem ordens que configurem quaisquer dessas hipóteses, informar, imediatamente, tal fato à bolsa de valores para a adoção das providências exigidas em cada caso, conforme dispõe o artigo 7°, da ICVM 168[406].

Por essa razão, cabe aos intermediários, em seus controles internos, controlar as hipóteses de tratamento especial expostas na ICVM 168, bem como ter ciência dos procedimentos especiais que são adotados pela B3, para estarem aptos a cumprir com o dever disposto no artigo 7°, da ICVM 168.

4.2.5. Dever de assegurar o cumprimento de penas e compromissos de proibição temporária de investidores de operarem no mercado de valores mobiliários

Em 25 de maio de 2021, a CVM, por meio do Ofício Circular n° 02/2021/CVM/SMI[407], informou aos intermediários e as entidades administradoras de mercado organizado, da necessidade de adotarem procedimentos e controles que visem assegurar o efetivo cumprimento das penas transitadas em julgado de proibição temporária de operar em qualquer modalidade de operação no mercado de valores mobiliários aplicadas pela CVM, bem como das obrigações assumidas por compromitentes de não realizar operações no mercado de valores mobiliários no âmbito de termos de compromissos celebrados com a CVM.

Desta forma, os intermediários devem adotar procedimentos e controles para impedir que os apenados e compromitentes constantes das listas da CVM[408] sobre pessoas proibidas de operar no mercado de valores mobiliários realizem operações durante a vigência da pena

---

seja efetuada através de leilão com interferência apenas na ponta compradora, unicamente para a aquisição de todo o lote oferecido.

[405] Disponíveis em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/operacoes/. Acesso em: 20 jan. 2020.

[406] Art. 7º As sociedades corretoras, ao receberem ordens que configurem quaisquer das hipóteses previstas nesta Instrução, deverão, imediatamente, informar tal fato à Bolsa de Valores para a adoção das providências exigidas em cada caso. Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se, também, aos demais integrantes do sistema de distribuição que deverão informar previamente às sociedades corretoras com que operem as características das ordens que configurem quaisquer das hipóteses previstas nesta Instrução.

[407] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0221.html. Acesso em: 13 jun. 2021.

[408] Tais listas estão disponíveis em: https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/protecao/afastamentos-impedimentos-temporarios. Acesso em: 13 jun. 2021.

ou do compromisso assumido, salvo para o encerramento de posições abertas antes do início de vigência da proibição.

A CVM esclareceu que o impedimento dos apenados e compromitentes de proibição de operar no mercado de valores mobiliários não alcança as transferências de custódia que não sejam decorrentes de operações realizadas no mercado de valores mobiliários.

Portanto, cabe aos intermediários, em seus sistemas, adotar alertas para evitar que ordens enviadas pelas pessoas constantes das listas da CVM cheguem até os sistemas da B3 e tenham negócios executados. De tal maneira que as pessoas proibidas a operar no mercado de valores mobiliários não transgridam suas penas ou compromissos por meio de um intermediário que pode ser considerado conivente ou omisso, podendo ser responsabilizado pela CVM por descumprimento ao artigo 20, §1°, inciso V, combinado com o artigo 32, inciso I, ambos da ICVM 505[409-410].

Importante que referido controle adotado pelo intermediário esteja diretamente ligado com o site da CVM, na parte das listas de pessoas proibidas a operar no mercado de valores mobiliários, para que nenhuma atualização dessas listas seja perdida pelo intermediário e que, eventualmente, uma operação em nome do investidor que não pode operar seja executada.

Nessa mesma linha, é importante que os intermediários acompanhem as inabilitações e suspensões de pessoas aplicadas pela a BSM e deixem de contratar tais pessoas como prepostos para exercerem atividades das quais estão proibidas[411]. A lista de pessoas inabilitadas ou suspensas pela BSM é divulgada pela B3, por meio de seus comunicados externos[412].

---

[409] Art. 20. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a: [...] §1º O intermediário que atue em mercado organizado deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos de que trata este artigo, contendo, no mínimo: [...] V – procedimentos de recusa.
Art. 32. O intermediário deve: I – zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias.

[410] Correspondem aos artigos 21 e 33, da Resolução CVM n° 35.

[411] Exemplo desse tipo de situação ocorreu no âmbito do Processo Administrativo Disciplinar da BSM nº 16/2014, em que um agente autônomo que estava inabilitado voltou a prestar serviços para um intermediário antes do encerramento do prazo de inabilitação. O intermediário não foi acusado neste processo, pois tomou medidas a posteriori para mitigar a situação. Referido processo está disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2014-016-pad. Acesso em: 15 jun. 2021.

[412] A última lista de pessoas inabilitadas ou suspensão pela BSM foi divulgada em 30 de maio de 2021, por meio do Comunicado Externo 004/2018-PRE. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 15 jun. 2021.

4.2.6. Fiscalização de práticas abusivas e ao *insider trading*

Aos intermediários, na fase de negociação, há o dever de informar a CVM sempre que verificar a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 dias úteis da ocorrência ou identificação, sem prejuízo da comunicação às entidades administradoras dos mercados organizados em que seja autorizado a operar ou à entidade autorreguladora, mantendo registro das evidências encontradas, conforme dispõe o artigo 32, inciso IV, da ICVM 505[413-414].

Em reforço a esse comando normativo, a CVM publicou o Ofício-Circular nº 6/2019-CVM/SMI, de 18 de outubro de 2019[415], no qual registra que os intermediários devem manter regramento próprio para o cumprimento do exposto no artigo 32, inciso IV, da ICVM 505, ou seja, regras para a comunicação de irregularidades ou indícios dessas para a CVM, conforme dever do artigo 3º, inciso I, da ICVM 505[416-417]. Além disso, este Ofício-Circular deixou claro que a comunicação do artigo 32, inciso IV, é de responsabilidade do diretor estatutário indicado nos termos do inciso I, do artigo 4º, da ICVM 505[418-419].

No âmbito da atuação dos intermediários durante a fase de negociação, destacam-se as operações atípicas que estão descritas na Instrução CVM n° 8/1979 (ICVM 8), as quais são consideradas como práticas de manipulação de mercado, sendo vedado qualquer participante do mercado, inclusive a carteira própria do intermediário, de realizar negociações utilizando-se dessas condutas irregulares.

Segundo o inciso I, da ICVM 8, é vedada a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, a manipulação de preço, a realização de operações fraudulentas e o uso de práticas não equitativas. Tais condutas estão descritas no inciso II dessa mesma instrução, tendo cada situação seu tipo específico, mas ao mesmo tempo aberto.

---

[413] Art. 32. O intermediário deve: [...] IV – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação, sem prejuízo da comunicação às entidades administradoras dos mercados organizados em que seja autorizado a operar ou à entidade autorreguladora, mantendo registro das evidências encontradas.
[414] Corresponde ao artigo 33, inciso IV, da Resolução n° 35 da CVM.
[415] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0619.html. Acesso em: 20 jan. 2020.
[416] Art. 3º O intermediário deve adotar e implementar: I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução.
[417] Corresponde ao artigo 4°, inciso I, da Resolução n° 35 da CVM.
[418] Art. 4º O intermediário deve indicar: I – um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução.
[419] Corresponde ao artigo 5°, inciso I, da Resolução n° 35 da CVM.

Portanto, a manipulação de mercado é gênero, sendo que suas quatro espécies estão descritas no inciso II, da ICVM 8. Por essa razão, as condutas irregulares, que estão previstas na ICVM 8, por conterem tipos específicos, nem sempre concorrem ao mesmo tempo num só ato[420].

Ao tratar como irregulares essas condutas, procurou-se tutelar a integridade do mercado, a proteção no processo de formação de preço dos valores mobiliários, a proteção ao investidor e sua confiança no mercado, e a equidade nas operações nele realizadas, pois somente com essas proteções e a confiabilidade no mercado, que este "cumprirá sua função alocativa com eficiência"[421-422].

A confiança do público no mercado aumenta sua liquidez e eficiência. A manipulação do mercado prejudica a integridade e, portanto, mina a confiança do público nos mercados de valores mobiliários, distorcendo os preços, prejudicando as funções de *hedge* desses mercados e criando uma aparência artificial de atividade no mercado[423].

Verifica-se que a ICVM 8 é uma norma geral, que incorpora princípios e que pode ser aplicada a diversas condutas, sem que haja uma norma exemplificativa tipificando cada uma das condutas passíveis de enquadramento a essa norma. Ou seja, qualquer uma das quatro situações descritas na ICVM 8 pode ser realizada a partir de condutas diferentes, não havendo, portanto, uma só maneira de se concretizar a criação de condições artificiais, a manipulação de preços, a operação fraudulenta e a prática não equitativa[424]. Cabe, de toda

---

[420] Conforme voto do Diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos, no julgamento do Inquérito Administrativo n° 2/99, realizado em 6/9/2001. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010906_PAS_0299.pdf. Acesso em: 17 out. 2020.

[421] DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.

[422] Sobre o bem jurídico tutelado pelo mercado de valores mobiliários, pode-se verificar os ensinamentos de Siegfried Kümpel que estão dispostos na tese de doutorado elaborada por Marcelo Costenaro Cavali.
CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado**. 2017. Tese (Doutorado em Direito) - Curso de Direito, Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. pp. 142-153.
Nesse mesmo sentido: DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.

[423] IOSCO. **Investigating and prosecuting market manipulation**. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[424] Segundo Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques: "Há infindáveis hipóteses em que se caracteriza a manipulação, seja mediante simulação, seja mediante outras manobras fraudulentas, como, por exemplo, o intermediário financeiro, que, recebendo uma ordem de compra de quantidade substancial de ações, adquire-as no mercado para depois vendê-las a seu cliente; o chamado *churning*, que ocorre quando o corretor, administrando em base discricionária a carteira de seu cliente, realiza grande volume de operações, unicamente para o fim de gerar corretagens; o *scalping*, prática mediante a qual um consultor de investimentos compra para si valores mobiliários, aconselha seus clientes a fazer o mesmo e depois vende-os por um preço superior; o *boiler room*, que se caracteriza pela utilização de processos de venda 'agressiva', sem levar em conta as necessidades dos clientes, com o fim de criar uma aparente liquidez para os

sorte, ao intermediário realizar o monitoramento para identificar atividades ou operações que possam se enquadrar nos tipos descritos pela ICVM 8, inclusive para buscar evitar que essas irregularidades ocorram.

Conforme Nota Explicativa CVM n° 14/79 e decisões de seu Colegiado, verifica-se que esta norma foi criada "de forma propositadamente genérica, [com] situações que configuram operações ou práticas incompatíveis com a regularidade que se pretende assegurar ao mercado de valores mobiliários"[425]. A formatação desses tipos em formas genéricas auxilia o combate a tais irregularidades, uma vez que o dinamismo do mercado e o avanço tecnológico vão permitindo ao regulador adaptar as situações fáticas aos conceitos abertos para cada caso concreto, conforme é ressaltado por Nelson Eizirik, Ariádna B. Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques:

> Os ilícitos descritos na Instrução CVM n° 08/1976 são, conforme deixa claro a Nota Explicativa n° 14/1979, da CVM, definidos como "tipos abertos", pretendendo-se, de tal forma, emprestar maior flexibilidade à atuação punitiva da CVM, ao permitir à autarquia adaptar paulatinamente as definições às práticas do mercado.
> Tais tipos são construídos mediante *standards* legais, ou seja, conceitos amplos, não precisamente determinados e que podem ser adaptados às circunstâncias fáticas do mercado. Tais *standards* legais, embora possam ser criticáveis, dada a incerteza que geram aos destinatários das normas, [principalmente àqueles, como os intermediários, que na sua função de *gatekeeper* tem o dever de monitorar, impedir, se possível, e comunicar as autoridades responsáveis sobre a ocorrência de tais fatos], são de uso bastante comum no âmbito da regulação de mercados, uma vez que é impossível prever, na esfera do ilícito econômico, altamente dinâmico, todas as condutas nocivas.
> Na realidade, a utilização de tipos abertos importa a concessão de ampla discrição à autoridade administrativa encarregada de aplicá-los à prática dos negócios, cabendo-lhe preencher os vazios do padrão genérico de conduta, caso a caso, no julgamento dos processos sancionadores.

---

títulos". EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 544.
Fernando de Andrade Mota, em sua tese de doutorado, também apresentou diversos tipos de condutas que se caracterizam como práticas irregulares de manipulação de mercado. MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

[425] Por exemplo, no voto do Diretor Pablo Renteria, no âmbito do julgamento do Processo Administrativo Sancionador n° RJ2014/12921, realizado em 22/11/2016 e encerrado em 10/02/2017. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2017/20170210_PAS_RJ201412921.html. Acesso em: 15 fev. 2021.

Por essas razões, é relevante aos intermediários acompanharem as decisões e orientações publicadas pelos reguladores e autorreguladores sobre o tema, para que possam calibrar sua monitoração, treinar os seus prepostos, melhorar a análise dos fatos e comunicar eventuais indícios de irregularidades para CVM e autorregulador, conforme dever do artigo 32, inciso IV, da ICVM 505[426].

Nesse sentido, o item 126 do Roteiro Básico[427] traz o dever ao intermediário de monitorar todas as operações e ofertas por ele intermediadas, com o propósito de identificar, avaliar, registrar, coibir e comunicar, pelo menos ao diretor responsável, as situações definidas na regulamentação vigente como práticas abusivas, de que são exemplos: criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; manipulação de preços; operações fraudulentas; práticas não equitativas; *layering*; e *spoofing*.

Deve o intermediário, ainda, manter, pelo prazo mínimo de 5 anos, os registros das análises e das respectivas conclusões acerca das situações ou das operações que fundamentaram a decisão do intermediário de efetuar, ou não, as comunicações aos órgãos reguladores e à BSM.

Para que o intermediário possa monitorar corretamente essas práticas ilícitas, é necessário conhecê-las e distingui-las, pois, apesar de fazerem parte de um mesmo gênero (manipulação de mercado), cada uma tem implicações diferentes para a sua concretização e, portanto, para a sua identificação pelo intermediário.

Assim, serão analisadas as quatro espécies de manipulação de mercado descritas no inciso II, da ICVM 8, sendo apresentados, de forma não exaustiva, precedentes sobre cada tipo.

a) criação de condições de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários

Ocorre a criação de condições artificiais quando há negociações pelas quais seus participantes ou intermediários, por ação ou omissão dolosa provocarem, direta ou indiretamente, alterações no fluxo de ordens de compra ou venda de valores mobiliários.

---

[426] Corresponde ao artigo 33, inciso IV, da Resolução CVM n° 35.

[427] Item 126. O Participante deve monitorar todas as operações e ofertas por ele intermediadas, com o propósito de identificar, avaliar, registrar, coibir e comunicar, pelo menos ao diretor responsável, as situações definidas na regulamentação vigente como Práticas Abusivas, de que são exemplos: criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço; manipulação de preços; operações fraudulentas; práticas não equitativas; *Layering*; e *Spoofing*.

Os elementos necessários para caracterização de determinada prática como criação de condições artificiais são: (a) a realização de negociações artificiais, (b) a ação ou omissão dolosa e (c) a alteração no fluxo de ordens de compra ou de venda de valores mobiliários[428].

A norma visa tutelar o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários, "assegurando que o processo de formação de preços seja regido pela oferta e demanda"[429] e não pelo direcionamento de uma falsa liquidez ou artificialidade de preço por parte de um ou mais investidores.

Conforme mencionado pelo Diretor da CVM, Luiz Antonio Sampaio Campos:

> Na criação artificial de condições de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, o prejuízo potencial dirige-se à generalidade dos detentores de determinado valor mobiliário e ao mercado como um todo, que receberiam uma sinalização fictícia a respeito de determinado valor mobiliário. Nesse mesmo tipo de operação, entendo que não há ganho ou perda entre as partes que participam da criação dessas condições artificiais, são operações que, na verdade, não existiriam em essência, não fosse a pretensão de se criar um falso mercado, um falso parâmetro de preço ou volume. Percebe-se, portanto, que deste tipo de infração resultariam prejuízos a um número considerável de investidores, e, por que não dizer, à estabilidade e integridade do mercado.

Para a concretização da prática irregular, o sujeito ativo, por meio de uma série de operações artificiais ou simuladas, altera o livre processo de formação de preços, fazendo com que os demais participantes tenham um parâmetro equivocado não apenas em relação ao verdadeiro volume de operações, mas também ao preço praticado nos negócios aparentemente realizados[430].

O conceito de artificialidade dentro das irregularidades vinculadas ao mercado de valores mobiliários, como demonstra Fernando de Andrade Mota, assume diversos sentidos, sendo que o caso concreto demonstraria o que se entende por artificial[431].

Uma das acepções de artificialidade é a simulação, a qual se vale de seu significado exposto no direito civil. Por conta disso, verifica-se a possibilidade de ocorrência da

---

[428] Referidos elementos foram destacados no voto da Diretora da CVM Luciana Dias, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n° 12/2010, realizado em 07 de outubro de 2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20141007_122010.html. Acesso em: 17 out. 2020.

[429] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais:** regime jurídico. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 548.

[430] DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.

[431] MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018. pp. 156-189.

simulação absoluta (em que a declaração aparente de vontade não visa a produzir qualquer efeito jurídico) ou da relativa (em que o negócio simulado é destinado a produzir efeitos diferentes dos típicos do negócio formalmente realizado).

Para melhor entender esses conceitos, Marcelo Costenaro Cavali explica que:

> Mesmo na simulação, contudo, há formalmente a celebração de um negócio, mas este se mostra despido de real intenção de realização (simulação absoluta) ou existe um desvirtuamento de sua causa-função (simulação relativa). A liquidação das operações em bolsa de valores somente se encerra com o seu pagamento, de modo que a transferência dos títulos em troca de dinheiro sempre ocorre efetivamente. Assim, se interpretada a simulação como um negócio que sequer formalmente pode ser realizado, chegar-se-ia à conclusão absurda de que nunca uma operação em bolsa poderia ser simulada. O vício, portanto, está na falsa impressão transmitida pelas operações que, no entanto, em seu aspecto formal se apresentam como hígidas.[432]

Portanto, a realização de negócios artificiais e simulados estaria comprovada quando se demonstra que: "[...] não há duas vontades, mas uma só (ainda que expressa por indivíduos diferentes, mas voltados ao mesmo interesse)"[433].

Ao se verificar a jurisprudência sobre casos que envolvam a criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, nota-se que os negócios simulados são retratados nas condutas conhecidas como *money pass*, ou transferência de recursos, como demonstrado, por exemplo, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2016/5348[434] ou no julgamento do Processo Administrativo Disciplinar BSM nº 19/2014[435].

Nesse sentido, vale mencionar a Deliberação 14, que esclareceu que não deveriam ser consideradas legítimas as operações "que, embora atendendo a requisitos de ordem formal, sejam realizadas com a finalidade de gerar lucro ou prejuízo, previamente ajustados".

A mencionada Deliberação 14 declara que as operações que:

---

[432] CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais:** uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado. 2017. Tese (Doutorado em Direito) - Curso de Direito, Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 242.

[433] MALHEIROS FILHO, Arnaldo. **Crime de manipulação do mercado de capitais**. *In* ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). **Temas de direito empresarial e societário contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011. pp. 897.

[434] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20165348_Milton_Montanari.pdf. Acesso em: 17 out. 2020.

[435] Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2014-19-pad. Acesso em: 17 out. 2020.

> [...] configurem negócios com resultados adrede acertados, por provocarem alterações indevidas no fluxo de ordem de compra e venda de valores mobiliários e, consequentemente, no volume de negócios e na formação regular de preços, são capituladas pela Instrução CVM nº 08, de 08.10.79, que vedou a prática e definiu o conceito de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários.

E nesse mesmo sentido, pode-se citar voto da Diretora da CVM Norma Parente, que explica que a simulação com a execução de negócios com valores mobiliários no mercado secundário cria condições artificiais:

> É na dissimulação da verdadeira finalidade do negócio que consiste a essência da criação de condições artificiais de mercado, estando a artificialidade presente, no caso, em cada negócio que forjava uma compra e venda quando na realidade nada se queria comprar ou vender. Criar condições artificiais, em suma, é promover negócios que dão a falsa impressão aos demais participantes do mercado de que são reais, verdadeiros e autênticos.[436]

Ao se concretizar esse tipo de negócio, há, por consequência, a alteração no fluxo de ordens de compra ou de venda de valores mobiliários, conforme demonstram os precedentes da CVM, em especial o voto do Diretor Alexsandro Broedel, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador n° 12/2004, julgado em 11 de maio de 2010[437]:

> [...] havendo artificialidade, há efetiva alteração no fluxo de ordens no mercado. Independentemente do volume ou do mercado em que foram operados, os negócios artificiais interferem, sempre, no bom funcionamento do mercado, que passa a ser um meio para transações com finalidades impróprias.
> E ainda que o impacto da alteração no fluxo de ordens seja desconhecido, isso não descaracteriza a irregularidade, visto que o tipo "condições artificiais de demanda, oferta ou preço" não depende da comprovação do montante da alteração no fluxo de ordens do mercado.

Tal entendimento tem por fundamento a noção de que o tipo "criação de condições artificiais" visa reprimir negociações que desvirtuam a finalidade com que foram instituídos os mercados de valores mobiliários, ou seja, a utilização do mercado para operações que

---

[436] Voto da Diretora da CVM Norma Parente, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2002/5015, realizado em 11/12/2003. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2003/20031211_RJ20025015.html. Acesso em: 17 out. 2020.
[437] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2010/20100511_PAS_1204.pdf. Acesso em 17: out. 2020.

deveriam ter sido feitas por outros meios, como transferências bancárias, dividendos ou juros sobre capital próprio, por exemplo[438].

Outro exemplo de operação considerada irregular e que configura a criação de condições artificiais é quando investidores procuram usar o mercado de valores mobiliários para executar negócios que tem como objetivo obter uma vantagem tributária[439]. A ilicitude está em utilizar o mercado para uma finalidade diversa para a qual o mercado de valores mobiliários existe, pois esse tipo de negócio influencia a demanda, oferta e o preço do ativo, passando uma informação equivocada[440] para os demais investidores de que existe determinada oferta e demanda para este ativo, bem como o preço em que o valor mobiliário é negociado.

Há também situações em que a criação de condições artificiais é feita por meio de operações de mesmo comitente, as chamadas OMC[441], pois ao realizá-las de maneira intencional, o investidor pode gerar falsos sinais de liquidez ou simular o cancelamento de uma oferta que participa de um leilão[442], o que pelas regras da B3 não é permitido.

---

[438] Conforme trecho do voto do Conselheiro Henrique de Rezende Vergara, no âmbito do Processo Administrativo Disciplinar da BSM n° 13/2017. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/detalhes/PAD-013/2017. Acesso em: 28 fev. 2021.

[439] Sobre esse tipo de situação, verificar o Processo Administrativo Disciplinar da BSM n° 03/2013. Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2013-003-pad. Acesso em: 17 out. 2020.
Também verificar o Processo Administrativo Sancionador CVM n° 02/02. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_0202.pdf. Acesso em: 17 out. 2020.

[440] Como destacado pelo Diretor da CVM Gustavo Gonzalez no voto do Processo Administrativo Sancionador n° RJ2016/5348, de 17 de abril de 2018: "Como bem ressaltou Marcelo Trindade, a informação é o principal bem jurídico tutelado pela intervenção estatal no mercado de capitais. A tutela da CVM abrange não só informações produzidas pelos emitentes de valores mobiliários, como também aquelas referentes às ofertas enviadas aos sistemas de negociação e aos negócios cursados no mercado. Trata-se de assunto de extrema importância, especialmente no mercado de bolsa, onde muitos investidores tomam as suas decisões de investimento com base em informações pré e pós-negócio. É o caso, por exemplo, das negociações algorítmicas, 'em que um algoritmo informático determina automaticamente os parâmetros individuais das ordens, tais como o eventual início da ordem, o calendário, o preço ou a quantidade da ordem, ou o modo de gestão após a sua introdução, com pouca ou nenhuma intervenção humana'. O processo de formação de preços no mercado de valores mobiliários não deve sofrer interferências indevidas nem transparecer volumes negociados que não reflitam o real embate entre oferta e demanda pelo ativo, sinalizando erroneamente ao mercado valores que não condizem com a liquidez efetiva dos títulos. A transferência de recursos por meio de operações previamente acertadas ofende a integridade do mercado de valores mobiliários e viola a Instrução CVM nº 08/1979".

[441] Conforme definição apontada no Manual de Procedimentos Operacionais da B3: operações de mesmo comitente (OMC) são aquelas em que um investidor figura nas duas pontas (compra e venda) de determinada operação, independentemente de a compra e a venda terem sido intermediadas por um único participante ou por dois participantes distintos.

[442] Exemplo dessa situação pode ser verificada no Processo Administrativo Disciplinar da BSM n° 33/2016. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-033-pad. Acesso em: 3 mar. 2021.

Segundo o Manual de Procedimentos Operacionais da B3 é permitida a realização de OMC em leilão para neutralização dos efeitos dos seguintes erros operacionais: (a) oferta inserida com preço diferente do solicitado pelo comitente no ativo ou no derivativo; (b) oferta inserida com quantidade diferente da solicitada pelo comitente no ativo ou no derivativo; (c) oferta inserida no sentido econômico (compra ou venda) oposto ao solicitado pelo comitente no ativo ou no derivativo; (d) oferta inserida no ativo ou no derivativo diferente do solicitado pelo comitente; ou (e) quaisquer erros operacionais decorrentes de falhas ou erros nos algoritmos de negociação, desde que devidamente comprovados à B3.

Tais operações devem ser realizadas: (a) nos primeiros 60 segundos do leilão, no caso de ativos e opções referenciadas em ações, Ibovespa, IBrX-50 e cotas de fundo de índice (ETF); e (b) nos primeiros 30 segundos do leilão, no caso dos demais derivativos.

Sendo que as demais hipóteses de OMC intencionais em leilão serão consideradas irregulares pela B3, conforme seu Manual de Procedimentos Operacionais, estando o intermediário sujeito as seguintes penalidades: I - na primeira ocorrência em cada período de verificação, advertência; II - na segunda ocorrência em cada período de verificação, multa no valor correspondente a 5 vezes o emolumento padrão na ponta compradora e vendedora da OMC; III - na terceira ocorrência em cada período de verificação, multa no valor correspondente a 10 vezes o emolumento padrão na ponta compradora e vendedora da OMC; e IV - a partir da quarta ocorrência em cada período de verificação, aplicam-se as penalidades previstas nos normativos da B3. Os períodos de verificação correspondem aos períodos de janeiro a junho e de julho a dezembro de cada ano-calendário.

A BSM, por sua vez, por meio do Comunicado Externo 2664/2020-DAR-BSM, de 14 de agosto de 2020[443], divulgou os critérios de recorrência de OMC irregulares, de acordo com ICVM 8, incisos I e II, alínea "a", para fins de sua atuação de *enforcement*, separando as ocorrências em OMC intencionais realizadas (i) pelas mesas de operações dos intermediários, situação em que pode haver intenção do operador da corretora ou distribuidora em cometer a irregularidade descrita na ICVM 8, e (ii) pelos clientes via utilização da sessão DMA, em que o dever do intermediário está voltado para impedir a realização de operações irregulares ou para evitar recorrências, tendo em vista a sua função de *gatekeeper*.

A BSM também possui explicações sobre OMC em leilão em vídeo divulgado em sua página na internet. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/Noticias/webinar-supervisao-de-operacoes-de-mesmo-comitente-em-leilao. Acesso em: 20 set. 2020.

[443] Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/CE-002-2020-PRE-ANEXO-2664-2020-DAR-BSM.pdf. Acesso em: 16 jun. 2021.

Portanto, para que haja o cumprimento adequado do dever do intermediário de monitorar esse tipo de irregularidade e comunicar à CVM, é importante possuir alertas que consigam identificar negócios em que haja coincidência de partes, negócios em que somente uma das partes ganha e outra perde, negócios de vai e vem que ocorrem em curto espaço de tempo e o alto índice de acerto em operações, principalmente na modalidade *day trade*.

Nesse sentido, é fundamental que as instituições intermediárias treinem seus operadores para que estes certifiquem-se de que, nas conversas que mantém com os investidores, nas quais estes estão transmitindo ordens, de que as operações ordenadas não procuram subverter a lógica do mercado e suas finalidades. Além de ter sistemas capazes de identificar indícios de irregularidade.

b) manipulação de preços

A manipulação de preço se caracteriza pela utilização de qualquer processo ou artifício destinado, direta ou indiretamente, a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo terceiros à sua compra e venda.

Os elementos necessários para caracterização de determinada conduta como manipulação de preços são: (i) a utilização de qualquer processo ou artifício; (ii) que esse processo ou artifício tenha o objetivo de alterar a cotação de um valor mobiliário (a manutenção do preço do valor mobiliário de forma artificial também é irregular); e (iii) que terceiros sejam induzidos à negociação, em razão de processo ou artifício[444].

Trata-se de ilícito doloso, em que o agente comete ato consciente e intencional de alterar o processo de formação de preço do valor mobiliário no mercado secundário[445].

---

[444] Conforme voto do Diretor da CVM Henrique Machado, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2014/0578, julgado em 27 de maio de 2019. Disponível em: RJ2014/0578 (cvm.gov.br). Acesso em: 7 nov. 2020.

[445] Destaca-se que a CVM já possui precedente em que considera todos os ilícitos da ICVM 8 como capazes de serem cometidos por meio de dolo eventual, conforme decisão proferida no âmbito do Processo Administrativo Sancionador n° 05/2008, julgado em 12 de dezembro de 2012, nos termos do voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes: "Aproveito a discussão do item anterior para analisar a exigência da presença do dolo específico para caracterizar a operação fraudulenta e se o tipo também permite a presença de dolo eventual. [...] o dolo é a vontade dirigida à realização de um ilícito. O dolo específico é a vontade de realizar o fato com um fim especial. Já no dolo eventual, o agente não quer o resultado, mas, prevendo que ele pode ocorrer, assume conscientemente o risco de causá-lo. As defesas citam o ilustre jurista Nelson Eizirik como exemplo doutrinário em que se exige a presença do dolo específico [...]. Permito-me discordar do ilustre jurista quando exige a presença do dolo específico para caracterizar qualquer infração prevista na Instrução CVM n° 8/79, inclusive levando-se em consideração a jurisprudência desta autarquia. Acredito que as características peculiares ao mercado financeiro não podem demandar sempre a existência do dolo específico [...]. Em relação ao dolo eventual, a jurisprudência da CVM demonstra que em determinadas circunstâncias pode-se admiti-lo, havendo inclusive decisão que já foi confirmada pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Este é o caso do PAS SP2001/0236, julgado em 19 de julho de 2004. O relator,

A norma visa proteger a estabilidade e a integridade do mercado, seu regular funcionamento e, principalmente, o sistema de formação de preços, para que não haja um falso mercado, com preços fora da realidade[446].

Com isso, a regulação buscou preservar de forma ampla o mercado secundário de valores mobiliários de interferências indevidas passíveis de afetar a formação justa de preços, representada pela vontade legítima dos compradores e vendedores de nele transacionar, dada a destacada importância econômica do mercado secundário como provedor de liquidez às emissões primárias, quando ocorre a efetiva transferência de recursos da poupança popular para o capital das companhias, e de ser utilizado como referências para diversas transações (operações de incorporação, aquisição, aumento de capital, *follow-on*, por exemplo)[447].

Além disso, a infração de manipulação de preços, assim como as demais irregularidades previstas na ICVM 8, são caracterizadas como infrações de perigo abstrato, de modo que não é necessária a configuração do resultado para materializar a ilicitude, ou seja, não é necessário verificar a obtenção de lucro[448], conforme posicionamento exarado, por exemplo, pelo Conselho de Supervisão da BSM[449]:

Diretor Eli Loria, considerou ainda 'caracterizado o dolo eventual dos agentes, vez que o resultado era previsível, tendo o S. e o S.N. DTVM assumido o risco de produzi-lo, não se importando com sua eventual concretização'. Em seu voto neste mesmo caso, o Diretor Marcelo Trindade afirmou que 'tal dolo eventual é suficiente para a configuração da conduta indevida'. No mesmo sentido, o PAS 39/1998 julgado em 21 novembro de 2001, o PAS 01/1999 julgado em 19/12/2001, o PAS 04/2000 julgado em 17/2/2005, e mais recentemente, o caso PAS 06/2007 julgado em 28/10/2010. Em suma, é preciso analisar a particularidade de cada caso". Disponível em: Processo Sancionador 05/2008 (cvm.gov.br). Acesso em: 7 nov. 2020.

[446] DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.

[447] Conforme voto do Diretor da CVM Henrique Machado, no julgamento do Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2014/0578, julgado em 27 de maio de 2019. Disponível em: RJ2014/0578 (cvm.gov.br). Acesso em: 7 nov. 2020.

[448] Em voto divergente apresentado no âmbito do Processo Administrativo Disciplinar da BSM n° 13/2017, o Conselheiro Henrique de Rezende Vergara, nesse ponto não divergindo dos demais conselheiros, ressaltou que: "Os Defendentes poderiam argumentar que o intuito das operações realizadas em nome e a pedido dos clientes não teriam o fim de obter ganhos para si ou mesmo para os clientes, como se faz numa estratégia de manipulação típica, que tem por finalidade proporcionar um ganho financeiro ao manipulador ou terceiros que se beneficiam diretamente da estratégia. Tal linha de raciocínio, porém, não exclui o dolo apto a configurar o tipo de manipulação, pois é possível que o manipulador altere artificialmente a cotação de um valor mobiliário para obter um ganho não diretamente relacionado com a compra e venda desse mesmo valor mobiliário, mas em outras relações jurídicas em que essa cotação desempenha função relevante. O dolo do agente não exige, portanto, a demonstração de um propósito lucrativo que advenha diretamente das operações realizadas com a finalidade de manipular as cotações de um determinado valor mobiliário". Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/detalhes/PAD-013/2017. Acesso em: 28 fev. 2021.

[449] Voto da Conselheira Aline de Menezes Santos, no julgamento do Processo Administrativo Disciplinar da BSM n° 23/2015, em 28 de julho de 2016. Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/detalhes/PAD-023/2015. Acesso em: 7 nov. 2020.

> [...] ressalta-se que as infrações previstas na Instrução 8 [...], são caracterizadas como ilícitos de mera conduta ou de perigo abstrato, ou seja, a materialização do resultado almejado pelo infrator não é elemento típico da infração em si, bastando, para a sua verificação, a ocorrência concomitante dos elementos tipificadores de cada infração.

Em diferenciação ao ilícito de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço, na manipulação a utilização de manobras artificiais são destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário e tem por finalidade fazer com que terceiros sejam induzidos a adquirir ou alienar ativos nesse preço artificial[450].

Como menciona Niamh Moloney, em comentários ao *Market Abuse Directive* de 2003 da União Europeia[451]:

> *Market - and price - manipulation is a particularly complex activity and encompasses a vast range of abusive conduct. While difficult to define conceptually, it is often regarded as broadly covering two overlapping activities, both of which are designed to generate a gain for the perpetrator: conduct which creates an artificial and misleading impression about the real market in or price or value of a security; and conduct which, by interfering with the usual forces of supply and demand, distorts the market. Price manipulation typically involves engaging in trades or a series of trades in order to create a false impression of a liquid market in particular securities or in order to maintain or position prices at an artificial level.*

Neste ilícito, assim como nos demais constantes da ICVM 8[452], sua conceituação é genérica, pois visa abranger diversas condutas e estratégias que possam ser cometidas com o intuito de elevar, manter ou baixar a cotação de um valor mobiliário, induzindo os terceiros a negociarem no preço manipulado. Assim, não há como fugir da análise casuística para se definir se determinada conduta é considerada uma manipulação de preço ou não.

Novamente há o problema dessa utilização genérica do termo artificial, conforme relatado no ilícito de criação de condições artificiais.

Analisando o termo "artifício" utilizado na conceituação de manipulação de preços da ICVM 8, Luiz Gastão Paes de Barros Leães esclarece que este termo indica "o processo

---

[450] DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.

[451] MOLONEY, Niamh. **Securities Regulation**. Oxford University Press, Second Edition, 2008. p. 929.

[452] A opção da CVM por tipos abertos restou consignada na Nota Explicativa CVM n° 14/79, na qual a autarquia explicitou ser conveniente adotar uma conceituação propositadamente genérica das situações que configuram práticas abusivas de mercado.

enganoso empregado por alguém para desfigurar a realidade, com o intuito de induzir outrem à prática de ato que lhe aproveita diretamente, ou a outra pessoa, que não o enganado"[453].

No caso da manipulação de preços, esse artifício pode ser utilizado, por exemplo, por meio de (i) informações falsas divulgadas no mercado, (ii) represamento de novas informações sobre a companhia por quem as detém e tem o dever de divulgar, (iii) a execução de operações que visam marcar preço, (iv) ofertas (no caso de *spoofing* e *layering*) e (v) combinação de atuação entre as mesmas contrapartes, entre outras.

Outro ponto importante é como diferenciar uma manipulação de preço, de um lado, de uma mudança de patamar de preço em razão da legítima oferta ou demanda por determinado valor mobiliário[454-455], por outro lado.

Pode-se presumir que toda oferta de compra e venda enviada aos mercados organizados e todo negócio executado tem potencial para impactar no preço do ativo, em qualquer direção, inclusive para mantê-lo[456]. Porém, a maioria dos investidores não dispõe de recursos para realizar operações que acarretem mudanças de preços, assim, os grandes negociantes em mercados líquidos e pequenos negociantes em mercados ilíquidos às vezes serão capazes de inflar ou esvaziar o preço[457]. Recentemente, verificou-se no mercado a atuação conjunta de pequenos investidores para poder influenciar o preço de determinados valores mobiliários, como nos casos GameStop e IRB[458].

Para verificar se a mudança do preço foi causada por um ato de manipulação ou uma situação decorrente da oferta e demanda do mercado, o intermediário, como *gatekeeper*, deve se atentar para algumas questões relevantes, com intuito de auxiliar na detecção desse tipo de irregularidade e, inclusive, impedir, quando for o caso.

---

[453] LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. II. São Paulo: Editora Singular, 2004. p. 1030.

[454] Para se aprofundar sobre a formação de preço, verificar: MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018. pp. 193-242.

[455] Nesse sentido, decisão da SEC: "Qualquer série de transações quase que inevitavelmente cria uma aparente negociação ou eleva ou abaixa os preços dos títulos negociados. A questão crucial é a do propósito com o qual a transação é efetuada. Se os atos são realizados com o propósito de induzir terceiros a compra e venda de títulos, configura-se a ilegalidade" (Halsey, Stuart & Co., Inc., 30 SEC, 106, 123-24 - 1949), conforme informa Leães.
LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. II. São Paulo: Editora Singular, 2004. p. 1035.

[456] DONALD, David C. **Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation**. 6 NTU L. Rev. 55, 2011. pp. 61-62.

[457] NELEMANS, Matthijs. **Redefining Trade-Based Market Manipulation**. Valparaiso University Law Review, Forthcoming. p. 14. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1078423. Acesso em: 20 fev. 2020.

[458] Conforme artigo de Otavio Yazbek. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/mercado-capitais-gamestop-acoes-22022021. Acesso em: 2 mar. 2021.

Em primeiro lugar, o manipulador pode solicitar o auxílio de prepostos do intermediário para realizar sua estratégia de manipulação. Nesse sentido, a intenção do manipulador pode ser explicitada ao preposto. Por isso, o intermediário deve treinar seus funcionários para que compreendam a irregularidade, possam identificá-la e evitá-la ou comunicá-la aos responsáveis dentro da estrutura do intermediário.

Como exemplo desse pedido de auxílio de manipulação e aceitação por parte de operadores de intermediários, tem-se precedente da BSM, o PAD 13/2017, no qual membros da administração de uma companhia aberta combinam com operadores de duas corretoras diferentes a atuação manipuladora para elevar e manter o preço das ações em pelo menos R$ 1,00 para evitar que a B3 suspendesse a negociação do ativo[459]. Tais operadores acatam o pedido de seus clientes e atuam de forma coordenada para elevar o preço do ativo e mantê-lo em pelo menos R$ 1,00, durante determinado tempo[460].

Outra forma de identificação pelo intermediário de uma situação de manipulação de preço é a análise, por meio de sistemas, das operações que são executadas por seu intermédio. Nessa análise o intermediário deve possuir alertas que sejam capazes de identificar movimentos repentinos de preços do valor mobiliário por meio de uma ou mais ordens que foram enviadas por seus clientes. Se um título parecer aumentar repentinamente em preço ou volume de negociação, ou ambos, de forma que haja suspeita de atividade manipulativa, o intermediário deve analisar o mercado para verificar se há alguma motivação para essa mudança de preço e/ou volume, examinando possíveis notícias ou fatos relevantes vinculados a este valor mobiliário, fazendo também uma análise dos movimentos históricos dos preços do valor mobiliário, para se verificar se estava em uma tendência de movimento ou foi uma quebra repentina de padrão de negociação.

Além disso, pode-se verificar se esse movimento está em linha com o setor de atividade do qual o emissor do ativo participa, ou se é um movimento isolado em relação àquele ativo. Pode-se, também, analisar a condição do mercado como um todo - se era um

---

[459] A B3, por meio do Ofício Circular 006/2014-DP, do Regulamento para listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários e o Manual do Emissor, passou a prever, a partir de 18 de agosto de 2015, que os emissores listados devem manter cotação de seus valores mobiliários em valor igual ou superior a R$ 1,00 por unidade. Isso se deve às distorções que negociações com *penny stocks* geram no mercado e a possibilidade de manipulação de preços, como ocorreu no caso Mundial, conforme pode-se verificar no julgamento do PAS CVM n° RJ2012/11002, realizado em 8 de dezembro de 2016. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2016/20161215_PAS_RJ201211002.html. Acesso em 3 fev. 2020.

[460] Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/detalhes/PAD-013/2017. Acesso em: 2 mar. 2021.

mercado baixista, em alta ou plano - e o desempenho do título em questão em comparação com o mercado em geral.

Ademais, para o valor mobiliário em questão, é relevante determinar se, antes do período de manipulação, este era pouco negociado ou mesmo inativo, e quão volátil era.

A questão chave é se parece haver algum padrão lógico de negociação para o preço e volume do valor mobiliário, ou se parece errático. Se for errático, a questão é se o padrão coincide com as atividades do investidor ou não.

Portanto, a investigação de manipulação potencial deve se concentrar em quais informações foram disponibilizadas publicamente durante o período analisado. Uma análise dessas informações indicará se há uma base legítima para o preço do valor mobiliário ou do ativo subjacente a um contrato de derivativo ter se alterado, como notícias financeiras favoráveis ou outros eventos de interesse jornalístico sobre uma companhia ou mercado. Na ausência dessas informações, e mesmo assim tenha havido alteração significativa do preço por meio da ação concentrada de um ou mais investidores por meio do intermediário, esse fato pode ser indicativo de uma conduta manipuladora[461-462].

Não se exige do intermediário a confirmação da existência da manipulação, mas havendo indícios da sua ocorrência, o intermediário deve comunicar ao autorregulador e para a CVM o caso.

Em situações em que o manipulador fragmenta a sua atuação por diversos intermediários, a sua detecção pela corretora ou distribuidora se torna complexa, beirando o impossível, já que com as informações públicas não é possível o intermediário conhecer quem é o investidor que está atuando por seu concorrente. Esse fato é excluído quando o intermediário ou seus prepostos se encontram em situação de conluio, como o verificado, por exemplo, no PAD 13/2017 acima citado.

---

[461] Tais formas de investigação estão dispostas em estudo publicado pela IOSCO sobre o tema. IOSCO. **Investigating and prosecuting market manipulation**. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[462] Há situações que o preço do ativo caminha conforme informações públicas, mas o modo de atuação do investidor ou do intermediário por meio da carteira própria, alinhado ao propósito de sua atuação, pode levar a ocorrência de indícios de manipulação de preços, conforme pode-se verificar no PAS CVM n° SP2001/0236 (disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040719_PAS_SP20010236.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020), no PAS CVM n° 35/98 (disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2000/20000921_PAS_3598.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020) e no PAD BSM n° 02/2015 (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2015-002-pad. Acesso em: 2 mar. 2020).

Outra modalidade em que os intermediários precisam se atentar para fazer a devida monitoração e comunicação é quando identificarem a prática de manipulação por meio de ofertas, conhecidas como *layering* e *spoofing*[463-464].

Por conta do ambiente cada vez mais eletronificado das operações no mercado secundário de valores mobiliários, o tema ganhou relevância especialmente após maio de 2010, por conta do evento denominado de *Flash Crash*[465]: uma desvalorização abrupta de valores mobiliários negociados nos Estados Unidos da América, seguida de uma rápida recuperação, ambos sem um motivo aparente. Segundo os reguladores norte-americanos, a atuação dos operadores de alta frequência (os HFTs[466-467]) contribuiu para esse evento – o que levantou preocupações quanto aos riscos relacionados à sua atuação no mercado de valores mobiliários[468].

Em meio a esses riscos, estão as estratégias que procuram se beneficiar da velocidade na negociação de ativos para a prática de condutas ilícitas (em geral, enviando e cancelando ordens rapidamente e, com isso, induzindo os HFTs e formadores de mercado a erro). Dentre elas, vale citar o *layering*, objeto de análise pela CVM no Processo Administrativo

---

[463] De acordo com Isac Silveira da Costa: "*Layering* e *spoofing* são espécies de estratégias do gênero *momentum ignition*, definido pela SEC como um artifício pelo qual, por meio de uma sequência de ofertas ou de negócios, é possível criar um movimento direcional de curto prazo no preço de determinado instrumento financeiro, movimento este que favorece o investidor que detinha uma posição prévia e que conseguiu efetivamente provocá-lo". COSTA, Isac Silveira da. **High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018. p. 215. Disponível em https://direitosp.fgv.br/publicacoes/high-frequency-trading-hft-camera-lenta-compreender-para-regular. Acesso em: 1 mar. 2020.

[464] No Brasil, a BSM foi a pioneira na identificação e acusação dessas irregularidades como, por exemplo, nos Processos Administrativos Disciplinares n° 05/2016, 15/2016, 24/2016, 26/2016 e 38/2016.
As acusações feitas pela CVM sobre o tema foram originadas na BSM, como pode se ver dos relatórios constantes nos processos julgados da CVM como, por exemplo, o Processo Administrativo Sancionador CVM n° SEI 19957.006019/2018-26 e Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2016/7192 SEI n° 19957.005977/2016-18.

[465] Sobre o tema, recomenda-se a leitura de LEWIS, Michael. **Flash Boys: Revolta em Wall Street**. Rio de Janeiro: Editora Intrínseca. 2014.

[466] Os HFTs, por meio de algoritmos e mecanismos tecnológicos sofisticados, processam informações em grande velocidade e operam no mercado na ordem de milissegundos, não raro assumindo posições nas pontas vendedoras e compradoras, com o intuito de auferir ganhos com as flutuações de mercado. Sobre o assunto, verificar COSTA, Isac Silveira da. **High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular**. Dissertação de mestrado apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018. Disponível em https://direitosp.fgv.br/publicacoes/high-frequency-trading-hft-camera-lenta-compreender-para-regular. Acesso em: 1° mar. 2020.

[467] Por outro lado, a atuação dos HFTs no mercado pode trazer benefícios relevantes aos participantes, especialmente no provimento de liquidez, na diminuição de *spreads* e na aceleração da disseminação de informações (conforme exposto no relatório elaborado pela IOSCO em 2011 sobre o assunto: **Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency – Final Report**. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf. Acesso em: 1° mar. 2020.

[468] Conforme estudo elaborado pela SEC em conjunto com o U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC): **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 (Sep 30th 2010)**. Disponível em: https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

Sancionador (PAS) nº 19957.006019/2018-26 (RJ2018/4165)[469], e o *spoofing*, analisado pela CVM no âmbito do PAS nº RJ 2016-7192 (19957.005977/2016-18)[470]. Nos dois casos, verifica-se a criação de uma liquidez aparente com o envio de ordens sem a intenção de executá-las, com o intuito de induzir investidores a negociar determinados ativos e, assim, provocando uma alteração no seu preço e comprometendo a integridade das informações constantes no livro de ofertas[471].

A diferença entre essas duas modalidades é que no *layering* as ordens são enviadas de modo a criar faixas ilusórias de preços, ao passo que no *spoofing* a distorção no preço decorre de ofertas com quantidades desproporcionais àquelas existentes no livro, dando a falsa impressão de liquidez e melhora de preço[472].

No *layering*, a sua configuração como uma modalidade da manipulação de preços se dá em razão das ordens artificiais, criadas por conta da implementação da estratégia, gerarem informações falsas no livro de ofertas, tornando-o menos hígido, prejudicando as tomadas de decisões dos investidores e impactando o preço do ativo, na medida em que diminui o *spread* do valor mobiliário, entre a compra e a venda, e atrai uma contraparte que entra com preço melhor no ativo, agredindo ou sendo agredida pela oferta do manipulador, enquanto suas ofertas artificiais são canceladas posteriormente.

Isso ocorre, de forma muito semelhante, no caso do *spoofing*, mas, ao invés de se utilizar diversas ofertas com o intuito de diminuir o *spread*, o manipulador se utiliza de

---

[469] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ2018-4165.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[470] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/RJ20167192_Jose_Paifer.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[471] A BSM instaurou uma série de Processos Administrativos Disciplinares em face de corretoras que não conseguiram identificar tais práticas que ocorreram por seu intermédio, falhando em seu dever de evitar tais situações. Esses processos foram encerrados por termo de compromisso (PAD 05/2016, 15/2016, 24/2016 32/2016 e 38/2016; além do PRE-PAD 24/2016).
A BSM também instaurou um PAD (26/2016) em face de um agente autônomo que estava realizando *spoofing* (disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-026-pad. Acesso em: 2 mar. 2020).
Nesses processos, a BSM propôs que o *spoofing* e o *layering* seriam considerados práticas de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço. A diferença entre a acusação da BSM (criação de condições artificiais) e da CVM (manipulação de preços) foi tratada no voto do Relator do PAD 26/2016, Marcus de Freitas Henriques, e no voto do Relator do PAS RJ2016/7192, Henrique Machado. Ambos os votos mencionaram que as duas irregularidades possuem a mesma origem e são consideradas modalidades de manipulação de mercado, sendo que a BSM deu ênfase para alteração de fluxo de ordens de compra e venda de valores mobiliários por meio de pressão vendedora ou compradora em um dos lados do livro de ofertas da B3, enquanto a CVM priorizou e ressaltou a mudança no preço causado por essas irregularidades.
Esta dissertação optou por classificar a irregularidade como manipulação de preços, uma vez que foi a escolha do regulador do mercado de valores mobiliários e por verificar que tais irregularidades se encaixam melhor nas características do ilícito de manipulação de preços.

[472] Conforme voto do Diretor-Presidente da CVM Marcelo Barbosa, no âmbito do PAS nº 19957.006019/2018-26 (RJ2018/4165).

ofertas em volume acima da média para o ativo, dando uma falsa impressão de liquidez em um dos lados do livro, induzindo terceiro a colocar oferta melhor que a sua. Ao terceiro fazer isso, o manipulador agride a oferta do terceiro e cancela sua oferta de grande volume.

Ao intermediário, cabe identificar tais práticas e procurar evitar que seus clientes a façam, além de tomar as medidas cabíveis após verificar a concretização da irregularidade, tais como comunicar o autorregulador e a CVM, reprimir o cliente, bloqueá-lo ou até encerrar o relacionamento, caso não consiga persuadir o investidor a parar a prática ilícita.

Destaca-se que a BSM, em auxílio aos intermediários, oferece a estes o envio de alertas sobre indícios de *layering* e *spoofing*, proporcionando mais agilidade no combate a tal prática e procurando auxiliar os intermediários que possam ter dificuldades na identificação desse tipo de manipulação, em razão da necessidade de tecnologia que possa identificar e tratar as ofertas enviadas pelos clientes[473].

Os alertas são enviados mensalmente aos intermediários com autorização de acesso aos mercados administrados pela B3 e não constituem, por si só, evidência de *layering* ou *spoofing*. Tratam-se de situações que extrapolaram os limites previstos nas métricas utilizadas pela BSM para identificação dessas atipicidades[474].

Por isso, os intermediários, ao receberem os alertas da BSM, devem analisar o caso concreto, verificar as informações que possuem, podendo, inclusive, ter tratativas com os clientes para entender suas estratégias, e responder à BSM com o resultado da análise dos alertas e, caso concluam pela existência da irregularidade, coíbam a prática e informem as providências adotadas.

A depender da resposta apresentada pelo intermediário, a BSM, segundo o seu comunicado, poderá (i) arquivar a análise. em razão da ausência de irregularidades, (ii) arquivar a análise porque o intermediário tomou medidas suficientes para coibir a recorrência da prática, ou (iii) abrir uma investigação, uma vez que o intermediário foi o causador da irregularidade ou não apresentou evidências de que coibiu a reincidência da irregularidade.

---

[473] As informações sobre o compartilhamento de alertas de *layering* e *spoofing* pela BSM estão disponíveis em: https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Rotina-Layering-Spoofing.pdf. Acesso em: 5 mar. 2021.

[474] Segundo o Comunicado da BSM, os alertas passaram a ser compartilhados com os intermediários, tendo em vista os resultados das auditorias operacionais de 2016, que constataram que 63% dos intermediários não possuíam controles para realizar a supervisão de práticas abusivas de ofertas.

Assim, com o auxílio da BSM, os intermediários podem atuar de forma mais efetiva no seu papel de *gatekeeper* e cumprirem com os deveres do artigo 32, inciso IV, da ICVM 505[475], e do item 126 do Roteiro Básico.

c) operação fraudulenta

Por operação fraudulenta entende-se aquela situação em que se utiliza algum tipo de fraude para enganar terceiros e se obter vantagem patrimonial.

Os elementos necessários à caracterização da operação fraudulenta, de acordo com a jurisprudência administrativa da CVM, são: (i) a utilização de ardil ou artifício; (ii) para indução ou manutenção de terceiros em erro; (iii) e a intenção de obtenção de vantagem ilícita para si ou terceiros[476].

O bem jurídico protegido por esse comando normativo "é o patrimônio dos investidores ou das entidades integrantes do mercado"[477].

A irregularidade de realizar operações fraudulentas também contempla redação abrangente, devendo-se analisar se o caso concreto preenche os três requisitos acima mencionados[478].

Assim como ocorre em relação aos demais tipos mencionados na ICVM 8, a obtenção de lucro ao investidor não é requisito para a caracterização da operação fraudulenta, bastando, nesta irregularidade, ter a intenção de se ter uma vantagem. Ou seja, é suficiente para a configuração do tipo "operação fraudulenta" que o agente tenha tido a intenção de obter vantagem ilícita, usando para tanto de ardil ou artifício, que se destinada a induzir ou

---

[475] Corresponde ao artigo 33, inciso IV, da Resolução CVM n° 35.
[476] Conforme voto da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, no julgamento do PAS nº 24/2010, realizado em 27 de maio de 2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2014/20140527_242010.html. Acesso em: 2 mar. 2020.
[477] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais: regime jurídico**. 3ª ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 551.
[478] Conforme voto do Diretor Presidente da CVM Marcelo Barbosa proferido no PAS CVM n° SP2018/15, julgado em 13 de agosto de 2019: "Pretendeu-se conferir flexibilidade ao exercício do poder de polícia da CVM, de modo a assegurar que as proibições previstas na mencionada Instrução seguissem efetivas diante do dinamismo do mercado de valores mobiliários. De fato, não seria possível prever todas as situações que poderiam ser consideradas como fraudulentas, e tampouco todas as pessoas que poderiam tomar parte nessas irregularidades". Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/SP2018-15.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

manter terceiros em erro[479]. Trata-se, portanto, de ilícito administrativo de caráter formal ou de perigo abstrato[480].

Para a configuração do ilício, necessária a presença do dolo do agente, mesmo que eventual, conforme já expressado em precedente da CVM[481].

Como as formas de cometimento desse ilícito são variadas, importante o intermediário atentar-se aos precedentes administrativos para verificar os tipos de fraudes que são cometidas, muitas vezes por seus prepostos, para calibrar seus alertas de identificação de irregularidade em sua monitoração e realizar treinamentos que visem disseminar a prática para evitá-la quando o intermediário e seus prepostos se depararem com essa situação.

Dessa forma, é exemplo de operação fraudulenta no mercado secundário de valores mobiliários a alienação irregular de ações por meio da falsificação de documentos. O agente da irregularidade cria uma conta falsa em nome de terceiro, utilizando-se de documentos falsos ou procuração falsa. Com a conta criada, o fraudador passa a dar ordens para venda e compra de ativos, sendo que a ponta contrária dessa operação será o próprio transgressor ou terceiro que queira proporcionar uma vantagem.

Da mesma forma, o fraudador, em posse de um instrumento de procuração falso, e sem consentimento do terceiro, passa a dar ordens em nome dele e faz a dilapidação do patrimônio por meio de operações no mercado secundário, sendo que na contraparte dessas operações está o próprio fraudador ou outra pessoa que queira dar a vantagem ilícita[482].

Para evitar esse tipo de situação, o intermediário deve se cercar de maiores precauções quando da abertura de cadastro (no processo de *know your client*) e da utilização de instrumentos de procuração, buscando meios para verificar a veracidade desses documentos, como reconhecimento de firma, que apesar de não ser obrigatório, pode trazer maior segurança ao intermediário.

---

[479] DOS SANTOS, Alexadre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.

[480] Conforme voto do Diretor Presidente da CVM Marcelo Barbosa proferido no PAS CVM n° SP2018/15, julgado em 13 de agosto de 2019: "é pacífico o entendimento do Colegiado no sentido de que basta que o acusado tenha tido a intenção – ou assumido o risco – de obter vantagem ilícita para si ou terceiros, não sendo requisito do tipo administrativo a efetiva obtenção de benefícios".

[481] Voto do Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, no julgamento do Inquérito Administrativo nº 39/98, realizado em 21 de novembro de 2001. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2001/20011121_3998.html. Acesso em: 2 mar. 2020.

[482] Exemplos podem ser verificados nos seguintes processos da CVM: PAS nº SP2006/0169, julgado em 28 de agosto de 2007. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070828_PAS_SP20060169.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020; e PAS nº 16/02, julgado em 10 de outubro de 2006. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2006/20061010_PAS_1602.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

Na parte da realização de operações, a concentração de contrapartes nos negócios, a quantidade de acertos em operações *day trade* e negócios em que somente uma parte ganha e outra perde, podem trazer indícios valiosos sobre possíveis irregularidades que estejam sendo cometidas[483].

Com o intuito de impedir ocorrências de fraudes no mercado de valores mobiliários, a CVM editou a Instrução n° 333, de 6 de abril de 2000 (ICVM 333)[484]. Esta norma possui comandos que o intermediário deve seguir e que minimizam potenciais situações de fraude.

Em relação às negociações no mercado secundário, a ICVM 333 impõe o dever ao intermediário de confirmar a existência da ordem dada por procuração, em especial quando se tratar de clientes com as seguintes características: I - primeira operação; II - menor ou idoso; III - espólio; IV - com domicílio em outra praça; V - grande ordem não habitual; VI - empresa concordatária ou em processo falimentar; VII - alteração contratual com o ingresso de novo sócio ou acionista; VIII - substabelecimento de poderes a terceiros pelo outorgado; e IX - procuração lavrada fora da cidade em que o cliente tenha domicílio (artigo 4°, da ICVM 333[485]).

Além disso, os clientes que forem efetuar mudança cadastral de endereço, bem como transferir a titularidade de valores mobiliários em operações não cursadas em bolsa ou mercado de balcão organizado, só podem fazê-lo mediante ordem expressa do titular (artigo 3°, da ICVM 333[486-487]).

Essa última situação é verificada, por exemplo, no PAS CVM n° SP2018/15[488], em que administradores e preposta de uma corretora realizaram operações fraudulentas ao transferirem ações de clientes para terceiros sem a anuência dos clientes cedentes[489].

---

[483] Exemplo dessa situação ocorreu no PAD BSM nº 23/2015, no qual o operador da corretora realizou cinco operações *day trade* entre dois clientes, sempre com um deles ganhando e o outro perdendo, com o intuito do operador devolver o prejuízo que tinha dado a um desses clientes. O cliente perdedor dessas cinco operações *day trade* não deu ordem para essas operações e não anuiu com os negócios. Portanto, o operador utilizou do ardil de controlar a carteira dos clientes e operar sem ordem dos clientes para favorecer um deles em detrimento do outro. Processo disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2015-023-pad. Acesso em: 2 mar. 2020.

[484] A ICVM 333 foi revogada pela Resolução CVM nº 35, que entra em vigor em 1º de julho de 2021.

[485] Corresponde ao artigo 34, da Resolução CVM n° 35.

[486] Art. 3° Os integrantes do sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários só podem efetuar mudança cadastral de endereço de cliente, bem como transferir a titularidade de valores mobiliários em operações não cursadas em bolsa ou mercado de balcão organizado, mediante ordem expressa do titular, devendo mantê-la em arquivo à disposição da fiscalização da CVM e de seus órgãos auxiliares, pelo prazo de cinco anos.

[487] Corresponde aos artigos 10 e 37, inciso IX, da Resolução CVM n° 35.

[488] Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/SP2018-15.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[489] Processo semelhante ocorreu na BSM sob o n° 9/2016. Disponível em https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2016-009-pad. Acesso em: 2 mar. 2020.

Portanto, verifica-se a importância dos controles do intermediário para evitar situações como as exemplificadas acima. Além disso, a existência de controles auxilia o intermediário a cumprir seu dever de comunicação da irregularidade para a CVM e ao autorregulador, conforme exigência do artigo 32, inciso IV, da ICVM 505[490].

Outra conduta classificada como operação fraudulenta é o chamado *churning*.

O *churning* consiste na tomada da carteira do investidor por terceiro para realizar negociação excessiva de ativos, com a finalidade de gerar receitas de corretagem para a corretora e/ou para o agente autônomo de investimentos[491]. Assim, para a configuração desse ilícito, necessária a demonstração desses elementos de controle de conta, giro excessivo e intenção de gerar receita de corretagem[492].

Desta forma, o intermediário, para evitar que tais situações ocorram em operações que são realizadas por seu intermédio, deve ter alertas e fazer o acompanhamento de operações dos clientes para verificar se possuem ordens prévias, ou seja, se a conta não está sendo controlada por terceiro de forma indevida, e não há operações excessivas.

Inclusive, a CVM recomenda esse tipo de supervisão pelos intermediários, como se pode verificar do Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI, de 11 de outubro de 2019:

> [...] os intermediários devem estabelecer rotinas e adotar procedimentos para evitar que seus clientes sejam vítimas de *churning*, bem como para evitar que seus funcionários e prepostos recomendem produtos, serviços ou operações cujos custos diretos e indiretos sejam, isoladamente ou em conjunto, excessivos e inadequados ao perfil do cliente.

Para a verificação da excessividade de negócios em nome do cliente, o intermediário deve se utilizar de métricas internacionalmente utilizadas como o *turnover ratio*[493] e o *cost-*

---

[490] Corresponde ao artigo 33, inciso IV, da Resolução CVM n° 35.

[491] Conforme voto do Diretor da CVM Gustavo Gonzalez, no âmbito do PAS CVM n° SP2014/0465, realizado em 6 de novembro de 2018: "a negociação excessiva é uma modalidade de fraude realizada por pessoas que, atuando com controle sobre recursos de terceiros, realizam excessivos negócios em nome do cliente, visando não o melhor interesse desse, mas o fim de gerar taxas e comissões para si ou para outrem". Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/SP20140465__COMPLETO.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[492] Conforme disposto no Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI, de 11 de outubro de 2019: "Ao longo dos anos, a CVM instaurou e julgou diversos processos administrativos sancionadores relacionados à prática de churning. A jurisprudência consolidou o entendimento de que são três os elementos caracterizadores do churning: (i) giro excessivo da carteira de investimentos, à luz do perfil do cliente; (ii) controle sobre as operações cursadas em nome do investidor; e (iii) intenção de gerar receitas de corretagem ou outras comissões". Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/smi/anexos/oc-smi-0519.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[493] *Turnover Ratio* (TR): indicador de giro da carteira do cliente, representado pela razão entre o total de compras realizadas (C) e a carteira média do cliente (PLm), em determinado período (n), expresso em termos anuais, conforme a seguinte expressão TR = (C/PLm) * (12/n).

equity ratio[494]. Essa é a orientação da CVM: "os intermediários devem implementar sistemas que permitam monitorar indicadores objetivos, como o 'TR' e o 'C/R'."[495]. Além disso, tais sistemas devem gerar alertas quando determinados percentuais forem ultrapassados, de modo que o intermediário possa analisar a eventual prática de *churning*.

Porém, o fato de a carteira ter sido movimentada em volume superior à média de mercado, ou os custos incorridos nas negociações terem consumido uma parcela expressiva do patrimônio investido, não demonstram, por si só, uma irregularidade, e, sim, uma presunção relativa de irregularidade de prática de operações fraudulentas[496].

Alinhado a estes dois indicadores, há a necessidade de se apurar se havia controle da carteira do cliente por terceiro, verificando se os negócios do cliente precedem de ordem prévia.

O intermediário também deve estar atento a situações em que o cliente cedeu seu *login* e senha para acesso ao sistema eletrônico de negociação. Apesar de proibido, e demonstrar eventual aceitação por parte do cliente, o intermediário deve verificar essa situação, principalmente se houver indícios da prática de *churning* por meio dos indicadores acima mencionados.

Há situações em que, mesmo havendo ordem prévia do cliente, este pode estar sendo induzido a erro por terceiro, que ganhou a sua confiança e está girando a sua carteira, por meio de indicações e ofertas de produtos que podem estar em desalinhamento com a vontade do cliente, mas por esse ocultar certas informações, inclusive de incompatibilidade das operações com o perfil de *suitability* do cliente, podem acarretar na prática de *churning*, mesmo com a existência de ordens prévias.

O ardil do terceiro de enganar o cliente e fazer com que este envie ordens prévias, ainda configura o ilícito de *churning*, já que o controle da conta ainda existe, mesmo que de forma indireta[497].

---

[494] *Cost-Equity Ratio* (C/E): complementa o indicador de giro, medindo diretamente as despesas de negociação, representado pela razão entre o total de despesas com corretagens e comissões (D) e a carteira média do cliente (PLm), em determinado período (n), expresso em termos anuais, conforme a seguinte expressão C/E = (D/PLm) * (12/n).

[495] Conforme disposto no Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI, de 11 de outubro de 2019.

[496] Conforme disposto no Ofício-Circular nº 5/2019-CVM/SMI, de 11 de outubro de 2019.

[497] Essa situação pode ser verificada no PAS CVM nº SP2014/0465, julgado em 6 de novembro de 2018. O voto do Diretor Gustavo Gonzalez traz informações da doutrina e jurisprudência estadunidense para exemplificar a situação: "28. Nesse sentido, faço referência à experiência desenvolvida nos tribunais norte-americanos que, ao menos desde a edição da Lei de Bolsas (Securities Exchange Act) em 1934, lida com casos de *churning*. Naquele país, há décadas se consolidou o entendimento de que, para fins de verificação da indigitada modalidade de fraude, o controle da conta do cliente pode ser caracterizado quando ele, por falta de conhecimento e experiência sobre operações com valores mobiliários, consistentemente segue as recomendações do agente, por confiança, sem conseguir entendê-las adequadamente. Sobre o assunto, Louis

Outra situação que pode ocorrer, como se verifica, por exemplo, no PAD 20/2014, é do preposto do intermediário enganar o investidor a transferir dinheiro para a conta do preposto e utilizar parte desse dinheiro para a prática de *churning*[498].

A manutenção de contato com clientes que possuem esses alertas de prática de *churning* é considerada uma boa prática, já que o intermediário pode esclarecer ao cliente os custos que envolvem as operações, verificar se é o próprio cliente quem está dando as ordens e se tais negócios estão compatíveis com o nível de conhecimento do investidor.

Portanto, há meios de os intermediários evitarem tais práticas fraudulentas ou de constatarem a sua ocorrência e comunicarem para o regulador e autorregulador, cumprindo, assim, com seus deveres de *gatekeeper*.

d) prática não equitativa

Por fim, a prática não equitativa é aquele ilícito que resulta, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, de um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que as coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação[499].

Verifica-se da estrutura do tipo administrativo a existência de uma conduta dolosa e uma necessidade de um resultado, o qual consiste na vantagem que a indevida posição de

---

Loss: 'Churning, in essence, involves a conflict of interest in which a broker or dealer seeks to maximize his or her remuneration in disregard of the interest of the customer. The broker-dealer is most likely to have control over the customers' account to exploit this conflict of interest when the customer has expressly granted to the broker-dealer discretionary authority to trade. Control can exist also in a nondiscretionary account when the broker-dealer in fact exercises discretion over the account either because of unknow or unauthorized trades or because the customer routinely accepts the broker-dealer's recommendations, typically because the customer is naïve, unsophisticated, or inexperienced.'
29. Cito, a título de exemplo, dois casos oriundos da jurisprudência estadunidense: 'The Commission has held that excessive trading occurs when a registered representative has control over trading in an account and the level of activity in that account is inconsistent with the customer's objectives and financial situation. De facto control is established if a customer relies on a broker's advice because the customer is unable to evaluate the broker's recommendations and exercise independent judgment.' Harry Gliksman, 54 S.E.C. 471, 475 (1999) 'Control of trading is an essential element of churning. In the absence of an express agreement, control may be inferred from the broker-customer relationship when the customer lacks the ability to manage the account and must take the broker's word for what is happening. However, a customer retains control of his account if he has sufficient financial acumen to determine his own best interests and he acquiesces in the broker's management.' Carras v. Burns, 516 F.2d 251, 258 (4th Cir. 1975)". Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2018/SP20140465__COMPLETO.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

[498] Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2014-020-pad. Acesso em: 2 mar. 2020.

[499] Inciso II, alínea d, da ICVM 8: d) prática não eqüitativa no mercado de valores mobiliários, aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação.

desequilíbrio ou desigualdade proporciona ao agente em detrimento dos demais participantes da operação efetuada no mercado. A conduta, por sua vez, revela-se, na prática, consciente e deliberadamente conduzida com o fim de alcançar aludido resultado[500].

A importância da vedação à prática não equitativa para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários já foi destacada pela CVM[501]:

> O risco existe para o mercado, como em um jogo. Mas, em todo jogo, mesmo o mais arriscado, há regras, que devem ser cumpridas. Se as regras são iguais para todos, tem-se um mercado equitativo. Mas, quando, por exemplo, as cartas de um jogo vêm a ser marcadas, aí se configura uma situação não equitativa, muito diferente do risco que o jogo traz em si. Lucros e perdas são normais, desde que não provocados artificialmente, por manobras ardilosas, nem pela quebra do equilíbrio entre as partes.

Dessa forma, busca-se preservar a equidade nas negociações entre as partes envolvidas, para que todos negociem em igualdade de condições[502].

Como nos demais tipos da ICVM 8, para o ilícito de realização de práticas não equitativas inexiste uma fórmula ou uma maneira específica para o seu cometimento. Assim, "essas práticas não são passíveis de enumeração exaustiva. Ou seja, tantas são as possibilidades e formas de se cometer a irregularidade, que é impossível elencá-las", podendo "ocorrer das mais variadas maneiras, mas apresentam sempre os mesmos elementos", quais sejam, "a negociação com valores mobiliários, o tratamento diferenciado para qualquer das partes, em face das demais, e o desequilíbrio ou desigualdade provocado"[503].

No relacionamento entre intermediários e clientes, a ocorrência da prática não equitativa se decorre do abuso da relação fiduciária existente, como em situações de *front running*, nas quais o intermediário, com o conhecimento prévio do que determinado

---

[500] Conforme voto do Diretor da CVM Pablo Renteria, no julgamento do PAS CVM nº RJ2014/13353, julgado em 22 de dezembro de 2017. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2017/20171222_PAS_RJ201413353.html. Acesso em: 22 mar. 2020.

[501] Voto do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro, no julgamento do PAS nº 05/99, julgado em 23 de novembro de 2000. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2000/20001123_PAS_0599.pdf. Acesso em: 22 mar. 2020.

[502] Nesse mesmo sentido: "Para a caracterização da infração tipificada na alínea 'd' do item II da Instrução CVM nº 08/79, é indispensável levar em consideração que o mercado de valores mobiliários se rege por regras muito específicas, tendo em vista preservar, dentre outros, o princípio da eqüidade nas negociações, buscando-se evitar que os agentes participantes do mercado possam valer-se de privilégios – efetivos ou por eles próprios criados – devendo negociar, portanto, em igualdade de condições", conforme voto do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro, no julgamento do Inquérito Administrativo nº SP2002/0564. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2003/20031119_SP20020564.html. Acesso em: 22 mar. 2020.

[503] Voto do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro, no julgamento do PAS nº 05/99, julgado em 23 de novembro de 2000. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2000/20001123_PAS_0599.pdf. Acesso em: 22 mar. 2020.

investidor realizará no mercado, antecipa-se, "corre na frente", e adquire aqueles ativos, para, em seguida, revendê-los por um preço maior, com a certeza de lucro, como se vê, por exemplo, em alguns processos administrativos julgados pela CVM (PAS nº 06/94[504], 22/94[505] e 4/2000[506])[507].

Por conta disso, a CVM alertou que:

> [...] a função do intermediário financeiro não é a de se interpor na operação para obter vantagem na diferença de preço, mas representar o cliente na execução da ordem demandada nas melhores condições que possam ser obtidas no mercado. A remuneração a ser auferida pela intermediação é aquela que será paga pelo demandante da ordem em função da execução dos serviços.[508]

Por esta razão, cabe aos intermediários evitar a realização de negócios com valores mobiliários, por meio da carteira própria ou demais veículos de investimento que possui, com o conhecimento da ordem do cliente, com o intuito de tirar vantagem desse conhecimento prévio. O mesmo vale para prepostos dos intermediários.

Situações denominadas como "operações com seguro" também são classificadas como práticas não equitativas. Nesse tipo de situação, operações ganhadoras são direcionadas para determinados investidores, enquanto operações perdedoras são direcionadas para outros investidores, que desconhecem esse esquema e são enganados pensando estarem em operações comuns, que apenas perderam dinheiro por circunstâncias de mercado[509]. Porém, os investidores ganhadores e os intermediários ou determinados

---

[504] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2002/20020321_PAS_0694.pdf. Acesso em: 22 mar. 2020.
[505] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2004/20040415_PAS_2294.pdf. Acesso em: 22 mar. 2020.
[506] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2005/20050217_PAS_CVM0400.pdf. Acesso em: 22 mar. 2020.
[507] Conforme DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.
[508] Conforme voto do Diretor da CVM Wladimir Castelo Branco Castro, no julgamento do Inquérito Administrativo nº SP2002/0564, realizado em 19 de novembro de 2003. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2003/20031119_PAS_SP20020564.pdf. Acesso em: 22 mar. 2020.
[509] Situações como essas ocorreram com entidades de previdência complementar, em que havia esquema operado com a finalidade de direcionar bons negócios realizados no mercado a clientes específicos e maus negócios a determinados fundos dessas entidades de previdência complementar. Cita-se como exemplo dessas situações o PAS CVM n° 13/2005 e o PAS CVM n° 14/2010.

prepostos dos intermediários estão envolvidos no esquema para direcionar os melhores resultados para esses investidores em detrimento de outros[510-511].

Esse tipo de prática não equitativa - "operações com seguro" - ocorre no momento da especificação de operações[512], situação na qual o intermediário envia ordens para o mercado sem identificar quem seria o cliente que as emitiu. Após a realização dos negócios e conhecedor dos resultados (lucros e prejuízos) é que tais clientes são identificados nos sistemas do intermediário para fins de se iniciar o processo de pós negociação pela administradora de mercado organizado.

É esse conhecimento prévio do resultado, com a posterior especificação, que permite que os melhores resultados sejam direcionados para determinados investidores em detrimento de outros.

Conforme narra Marcelo Costenaro Cavali[513]:

> Antigamente, essa especificação poderia ser feita até o fim do pregão; atualmente, para evitar condutas irregulares, existem regras mais rígidas que estabelecem a imediata especificação ou, ao menos, 'janelas de especificação' - horários determinados nos quais devem ser especificados os comitentes das operações já realizadas.

Nesse sentido, a regra atual, conforme dispõe o artigo 22, §2°, da ICVM 505[514-515], permite que os intermediários identifiquem o comitente final dos negócios comandados por intermédio de sua mesa de operações no prazo máximo de 30 minutos após o registro do negócio. Assim, evita-se uma janela grande de tempo em que os envolvidos terão o

---

[510] Como exemplo, verifica-se o PAS CVM nº 13/2005, julgado em 25 de junho de 2012. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20120625_PAS_1305.pdf. Acesso em: 22 mar. 2020.

[511] Quando os investidores perdedores e ganhadores conhecem a situação fática, pode-se estar diante do ilícito de *money pass*, caracterizado como criação de condições artificiais, como descrito em seção acima.

[512] Conforme DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle: "A 'especificação de comitente' é o procedimento por meio do qual a instituição intermediária (uma corretora, por exemplo) da operação indica (especifica) o nome do comitente (ou cliente), isto é, da pessoa natural ou jurídica, fundo de investimento, clube de investimento ou investidor não residente, em nome do qual foram efetuadas as operações com valores mobiliários".

[513] CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado**. 2017. Tese (Doutorado em Direito) - Curso de Direito, Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017. p. 138.

[514] Art. 22. O intermediário deve identificar o comitente final em todas as: [...] §2° O intermediário deve identificar o comitente final dos negócios comandados por intermédio de sua mesa de operações no prazo máximo de 30 (trinta) minutos após o registro do negócio.

[515] Corresponde ao artigo 23, §2°, da Resolução CVM n° 35.

conhecimento do resultado dos negócios efetivados e poderão alocá-los para quem faz parte do esquema[516].

É claro que a imposição dessa janela de especificação não evita a irregularidade acima tratada. Contudo, os intermediários, como primeira barreira de ação, devem agir para evitar que a especificação seja utilizada de forma irregular, devendo impedir o ilícito quando se depararem com essa situação, orientando seus operadores sobre como realizá-la, de modo que as especificações não deem ganhos irregulares para determinados clientes em detrimento de outros.

Por fim, vale comentar que antes da entrada em vigor da regulamentação específica sobre *insider trading*, como a Instrução CVM n° 358/2002 (ICVM 358) e do §4° ao artigo 155 na LSA[517], tal irregularidade era tratada dentro do ilícito de prática não equitativa, justamente por conta da característica do *insider* de atuar no mercado em condições diversas em relação ao restante do mercado, em desiquilíbrio, uma vez que possuí informação privilegiada, ainda não divulgada ao público, que lhe faz obter uma posição de vantagem em detrimento dos demais investidores.

Porém, com a mudança legislativa, o *insider trading* passou a ser tratado por legislação específica.

---

[516] Além dessa possibilidade de realizar a especificação do comitente após 30 (trinta) minutos da execução do negócio, a ICVM 505 prevê outras situações em que o cliente não precisa vir especificado imediatamente quando a ordem chega ao sistema de negociação do administrador de mercado organizado, e transformando-se numa oferta visível para os demais investidores. As demais situações são: (i) quando a administradora de mercado identificar situações que mereçam tratamento diferente, deixando explícito em suas regras e passando pela aprovação da CVM, conforme o §3º, do artigo 22, da ICVM 505; (ii) quando houver operações de ordem pulverizada de venda de ações ou outras situações autorizadas pela CVM, conforme o §4º, do artigo 22, da ICVM 505; (iii) o administrador de carteira, devidamente autorizado pode reespecificar o comitente em operações realizadas exclusivamente para as contas das carteiras e dos fundos de investimento administrados por ele, previamente cadastradas junto ao intermediário, conforme o §1º, do artigo 23, da ICVM 505; (iv) o intermediário e o administrador de carteira não residentes podem reespecificar operações exclusivamente para as contas de sua carteira própria, de seus clientes ou de fundos por ele administrados, conforme o §2º, do artigo 23, da ICVM 505; e (v) o intermediário pode reespecificar operações em que tenha ocorrido erro operacional, desde que este seja devidamente justificado e documentado, nos termos das regras editadas pela entidade administradora de mercado organizado, conforme o §3º, artigo 23, da ICVM 505. De forma a regulamentar esse último item, a B3, em seu Manual de Procedimentos Operacionais (versão setembro/2020), item 8, previu 3 situações em que o erro operacional pode tentar ser ajustado: (1) o intermediário solicita para a B3, por telefone, no prazo de até trinta minutos após a execução da operação, a correção ou cancelamento desta operação, formalizando-a, posteriormente, por meio de formulário; (2) o intermediário solicita a correção ou cancelamento de oferta incluída no sistema em razão de algum erro operacional, por meio do próprio sistema de negociação; e (3) na ocorrência de erro grave, ou seja, que envolva operação com prejuízo igual ou superior a dez milhões de reais, o intermediário poderá solicitar o cancelamento ou correção, por telefone, para a B3, no prazo máximo de dez minutos após a realização da operação, sendo que o intermediário responsável arcará com multa, que é calculada a partir de parâmetros da negociação e do ativo, conforme Ofício Circular da B3 n° 027/2017-DO.

[517] Art. 155. O administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe vedado: [...] §4° É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

e) *Insider trading*

Como acima mencionado, anteriormente às alterações regulatórios, o *insider trading* era tratado como uma prática não equitativa e, posteriormente, passou a ter disposição própria na LSA, nos normativos da CVM (ICVM 358) e foi criminalizado, conforme artigo 27-D, da Lei 6385/76[518].

De forme sucinta[519], pode-se conceituar o *insider trading* como sendo a:

> [...] utilização de informações relevantes sobre valores mobiliários, por parte de pessoas que, por força de sua atividade profissional, estão "por dentro" dos negócios da emissora, para transacionar com valores mobiliários antes que tais informações sejam de conhecimento público. Assim agindo, o *insider* compra ou vende valores mobiliários a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações, que são de seu conhecimento exclusivo.[520]

Para a análise específica desta dissertação, importa verificar a questão do *insider trading* na visão do intermediário no mercado secundário.

O primeiro prisma em que o intermediário deve verificar essa questão envolve a atuação de sua carteira própria, por meio da qual realiza negócios no mercado secundário como qualquer outro investidor.

Nesse ponto, todas as restrições aplicadas a qualquer investidor também se aplicará ao *broker-dealer*, ou seja, há a proibição de se operar no mercado secundário com base em

---

[518] Art. 27-D. Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.
§1° Incorre na mesma pena quem repassa informação sigilosa relativa a fato relevante a que tenha tido acesso em razão de cargo ou posição que ocupe em emissor de valores mobiliários ou em razão de relação comercial, profissional ou de confiança com o emissor.
§2° A pena é aumentada em 1/3 (um terço) se o agente comete o crime previsto no **caput** deste artigo valendo-se de informação relevante de que tenha conhecimento e da qual deva manter sigilo.

[519] Para aprofundar-se no tema, verificar: PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2005. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais - insider trading**. São Paulo. Revista dos Tribunais, 1982. COMPARATO, Fábio Konder. **"Insider trading": Sugestão para uma moralização do nosso mercado de capitais**. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro n° 2. p. 41. MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Curso de Direito da Regulação, Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, São Paulo, 2015. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Dissertta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20(clean).pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 29 mar. 2021.

[520] EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: **regime jurídico.** Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 554.

informações não divulgadas ao público e que o intermediário teve acesso por conta de sua função ou porque recebeu a informação privilegiada por quem tinha acesso a ela.

Assim, diante de uma informação privilegiada o intermediário deve se abster de realizar negócios ou de repassar essa informação para terceiros[521].

Como exemplo dessa situação, verifica-se o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 29/2000[522], julgado em 17 de dezembro de 2013, e que condenou, entre outros, a Safic Corretora de Valores e Câmbio Ltda. por receber informações privilegiadas e utilizá-las par auferir lucro em negociações no mercado secundário de valores mobiliários.

O segundo aspecto que o intermediário deve observar é com relação à própria intermediação de negócios por sua infraestrutura.

Aqui não está se pregando que o intermediário faça investigações sobre todas as ordens que são dadas para execução no mercado secundário para verificar se há uma situação de possível *insider trading* ou uma conclusão de que a irregularidade se concretizou. O que se alerta é para aquelas situações óbvias em que o intermediário recebe uma ordem na qual o transmissor já demonstra que está realizando a operação por conta de uma informação privilegiada, seja como *insider* primário ou secundário, devendo comunicá-las para que a CVM investigue, nos termos do artigo 32, inciso IV, da ICVM 505[523-524].

Nesse sentido, o intermediário acaba zelando pela integridade e regular funcionamento do mercado, conforme dever do artigo 32, inciso I, da ICVM 505[525-526].

Não se verifica nas decisões da CVM qualquer acusação a intermediários por falha na detecção de operações que foram ordenadas por um *insider*, o que soa como natural, pois o infrator dificilmente alardeará sua situação de *insider* e que sua intenção é de se utilizar de informação privilegiada para lucrar no mercado de valores mobiliários.

---

[521] Em estudo feito por Viviane Muller Prado e Renato Vilela, sobre o tema *insider trading* entre 2002 e 2014, pode-se verificar que corretoras e seus funcionários representaram 39 indiciamentos pela CVM nesse tipo irregularidade. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2600210. Acesso em: 30 mar. 2021.

[522] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20131217_PAS_292000.pdf. Acesso em: 30 mar. 2021.

[523] Art. 32. O intermediário deve: [...] IV – informar à CVM sempre que verifique a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumba à CVM fiscalizar, no prazo máximo de 5 (cinco) dias úteis da ocorrência ou identificação, sem prejuízo da comunicação às entidades administradoras dos mercados organizados em que seja autorizado a operar ou à entidade autorreguladora, mantendo registro das evidências encontradas.

[524] Corresponde ao artigo 33, inciso IV, da Resolução CVM n° 35.

[525] Art. 32. O intermediário deve: [...] I– zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias.

[526] Corresponde ao artigo 33, inciso I, da Resolução CVM n° 35.

Contudo, vale mencionar precedentes recentes que ocorreram nos Estados Unidos, em que intermediários deixaram de identificar indícios de atuação de *insider trading* de cliente e de funcionário.

No primeiro caso, a *Financial Industry Regulatory Authority, Inc.* (FINRA) afirmou que o intermediário não detectou, por meio de seus sistemas, que um de seus clientes, que era de seu conhecimento como um *insider* corporativo, estava negociando ações de sua própria empresa. Além disso, a FINRA alegou que o intermediário falhou em implementar sistemas e procedimentos, incluindo aqueles que exigiam a revisão oportuna dos sinais de alerta relacionados a *insider trading*. Se o intermediário tivesse seguido suas políticas e procedimentos, disse a FINRA, este teria identificado as transações de informações privilegiadas como suspeitas[527].

Em outro caso, a *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) apresentou acusação contra um intermediário por falha contra o uso de informações privilegiadas por seu funcionário. A acusação é resultado do uso por um operador de informações confidenciais de um cliente para comprar ações de uma empresa que estava sendo adquirida por outra. Por essa razão o intermediário, segundo a SEC, falhou por não estabelecer, manter e fazer cumprir adequadamente as políticas e procedimentos razoavelmente projetados para evitar que seus funcionários com acesso a informações confidenciais do cliente as usassem para negociar no mercado[528].

Desde 1988, os Estados Unidos da América possuem lei federal que exige que os intermediários estabeleçam, mantenham e apliquem políticas e procedimentos escritos, consistentes com a natureza de seus negócios, para evitar o uso indevido de informações privilegiadas. As políticas e procedimentos devem ser adaptados às circunstâncias específicas do negócio dos intermediários, sendo que estes devem não apenas adotar tais procedimentos, mas também analisá-los, atualizá-los e aplicá-los.

No Brasil, não se verifica um dever específico nesse sentido, havendo apenas as regras gerais de zelo pela integridade e regular funcionamento do mercado (artigo 32, inciso I, da ICVM 505[529]) e o dever de informar a ocorrência ou indícios de violação à legislação

---

[527] Notícia divulgada por meio do site https://www.findknowdo.com/news/08/17/2020/broker-dealer-settles-charges-failing-detect-insider-trading. Acesso em: 31 mar. 2021.
[528] Notícia divulgada por meio do site https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2014/10/keeping_current_nathan/. Acesso em: 31 mar. 2021.
[529] Corresponde ao artigo 33, inciso I, da Resolução CVM n° 35.

que a CVM fiscaliza (artigo 32, inciso IV, da ICVM 505[530]), o que inclui o combate ao *insider trading*.

Caso, em algum momento, seja intenção da CVM agir dessa forma ou exigir que o autorregulador faça esse mesmo tipo de cobrança aos intermediários, com base nesses deveres, seria necessário orientar primeiramente o mercado e divulgar as suas expectativas, pois não havendo situações concretas nesse sentido na jurisprudência do regulador, os parâmetros e as cobranças que podem vir a ser feitas aos intermediários precisam estar claras, disseminadas e divulgadas de forma ampla, como é nos casos das práticas abusivas citadas acima, em que já há uma gama extensa de precedentes da CVM e do autorregulador nesse sentido, as quais estão citadas de forma exemplificativa nessa dissertação.

4.2.7. Indicação de Diretores Responsáveis na ICVM 505

Para que o intermediário cumpra com todos esses deveres expostos na ICVM 505, os quais já foram tratados nessa dissertação, referida norma exige que a corretora e a distribuidora nomeiem dois diretores estatutários.

Assim, conforme o artigo 4°, incisos I e II, da ICVM 505[531-532], o intermediário deve indicar: "um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução; e um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos".

Tais funções não podem ser cumuladas pela mesma pessoa (artigo 4°, §2°, da ICVM 505[533-534]). Além disso, a função do diretor responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos do intermediário não poderá desempenhar funções ligadas à mesa de operações (artigo 4°, §3°, da ICVM 505[535-536]).

A mesma pessoa não pode cumular essas funções, pois elas são conflitantes, uma vez que o diretor responsável pela ICVM 505 tem o dever de dar cumprimento aos deveres que a norma impõe, implementando rotinas, regras e controles para tanto. Já o diretor

[530] Corresponde ao artigo 33, inciso IV, da Resolução CVM n° 35.
[531] Art. 4° O intermediário deve indicar: I – um diretor estatutário responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução; e II – um diretor estatutário responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos previstos no inciso II do caput do art. 3º.
[532] Corresponde ao artigo 5°, incisos I e II, da Resolução CVM n° 35.
[533] Art. 4º O intermediário deve indicar: [...] §2º As funções a que se referem os incisos I e II do caput não podem ser desempenhadas pelo mesmo diretor estatutário.
[534] Corresponde ao artigo 5°, §2º, da Resolução CVM n° 35.
[535] Art. 4º O intermediário deve indicar: [...] §3º A função a que se refere o inciso II do caput não pode ser desempenhada em conjunto com funções relacionadas à mesa de operações do intermediário.
[536] Corresponde ao artigo 5°, §3º, da Resolução CVM n° 35.

responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos tem o dever de verificar se o intermediário está em *compliance* com a ICVM 505 e se os meios para cumprimento da norma implementados pelo diretor responsável pela instrução estão sendo efetivos.

Assim, tendo em vista essa situação de um diretor verificar o trabalho do outro, essa função não pode ser cumulativa[537].

A mesma questão vale para o conflito existente entre as atividades desenvolvidas na mesa de operações e àquelas feitas pelo diretor de *compliance*, pois grande parte dos deveres do intermediário expostos na ICVM 505 são realizados por meio do trabalho da mesa de operações, como o recebimento e execução de ordens, por exemplo, que são atividades centrais no intermediário. Por isso, o diretor que fiscaliza essas situações não pode desenvolver atividades ligadas à mesa de operações.

A CVM, ao estabelecer o dever de o intermediário indicar diretores responsáveis pelo cumprimento de suas normas, buscou personificar nessas pessoas as obrigações que devem ser cumpridas pela pessoa jurídica, criando "centros de imputação de responsabilidade". Assim, essas pessoas têm "a missão de assegurar a implementação de procedimentos e controles internos necessários para que certas normas sejam cumpridas"[538].

Conforme destacou a Diretora da CVM Luciana Dias, quando do julgamento do PAS CVM n° RJ2010/13301, em 23/10/2012:

> A regulação espera que esses indivíduos [diretores responsáveis] estabeleçam práticas operacionais capazes de garantir o cumprimento dos comandos normativos dentro das instituições pelas quais são responsáveis perante a CVM. Para isso, eles são responsáveis por implementar regras, procedimentos e controles internos para assegurar o cumprimento da legislação. [...] A construção desses núcleos de imputabilidade é uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas dos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, proveniente da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição[539].

---

[537] O artigo 4°, §3°-A, da ICVM 505, possibilitou a indicação de um terceiro diretor para dar cumprimento aos deveres da ICVM 505. Esse diretor ficaria restrito aos deveres ligados ao plano de continuidade de negócios e à segurança da informação do intermediário. Tais itens estão relacionados com os deveres ligados à tecnologia da informação, que foram incluídos pela ICVM 612, que alterou a ICVM 505.

[538] Voto do Diretora da CVM Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, no julgamento do PAS CVM n° 03/2009, realizado em 30 de abril de 2013. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130430_PAS_032009.pdf. Acesso em: 30 mar. 2020.

[539] Voto da Diretora da CVM Luciana Dias, no julgamento do PAS CVM n° RJ2010/13301, realizado em 23 de outubro de 2012. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20121023_PAS_RJ201013301.pdf. Acesso em: 30 mar. 2020.

Essa mesma linha foi apresentada pelo Diretor da CVM Otavio Yazbek, no julgamento do PAS CVM nº RJ2010/9129, em 9 de agosto de 2011:

> A lógica de se estabelecer focos de responsabilização – diretores responsáveis por atividades específicas – é a de criar não apenas centros de imputação de responsabilidades, de modo que estas não fiquem sempre diluídas na pessoa jurídica, mas, também a de, com isso, criar estímulos para a conduta diligente – ou protetiva – dos administradores designados para aquelas funções. Assim, ainda que uma determinada instituição sempre tenha adotado más práticas, de maneira generalizada, cabe ao diretor responsável registrar seus esforços, tomar medidas hábeis tanto a resolver os problemas existentes, quanto a delimitar sua responsabilidade. E isso, vale dizer, é um dos elementos a diferenciar a responsabilidade de que aqui se está tratando de responsabilidade objetiva.[540]

Para que o diretor responsável pela ICVM 505 cumpra seu dever, tem que adotar e implementar regras[541] adequadas e eficazes (artigo 3°, inciso I, da ICVM 505[542-543]) para que o intermediário tenha meios de cumprir todas as incumbências que lhe são submetidas pela norma. Nesse sentido, também há o encargo de adotar e implementar procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas anteriormente (artigo 3°, inciso II, da ICVM 505[544-545]). Sendo que todo esse arcabouçou de regras, procedimentos e controles internos devem ser feitos de forma escrita e passível de verificação, ou seja, devem ser aptos a serem testados pelo diretor de *compliance* e pelos órgãos de fiscalização (artigo 3°, §1°, da ICVM 505[546-547]).

---

[540] Voto do Diretor da CVM Otavio Yazbek, no julgamento do PAS CVM n° RJ2010/9129, realizado em 9 de agosto de 2011. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2011/20110809_PAS_RJ20109129.pdf. Acesso em: 30 mar. 2020.

[541] As regras de conduta, controles e procedimentos criadas pelo intermediário para dar cumprimento à ICVM 505 devem ser aprovadas pelos órgãos da administração do intermediário, conforme competência estabelecida em sua organização societária e de governança corporativa, além de serem de responsabilidade desses órgãos da administração tanto a supervisão do cumprimento quanto a efetividade dos procedimentos e controles internos que são tratados no *caput* do artigo 3°, conforme disposto no artigo 3°, §4°, incisos I e II, da ICVM 505.

[542] Art. 3º O intermediário deve adotar e implementar: I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução.

[543] Corresponde ao artigo 4°, inciso I, da Resolução CVM n° 35.

[544] Art. 3º O intermediário deve adotar e implementar: [...] II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I.

[545] Corresponde ao artigo 4°, inciso II, da Resolução CVM n° 35.

[546] Art. 3º O intermediário deve adotar e implementar: [...] §1° As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem: I – ser escritos; II – ser passíveis de verificação; e III – estar disponíveis para consulta das pessoas mencionadas no art. 1º, inciso VI, alíneas "a" a "c", da CVM, das entidades administradoras dos mercados organizados em que o intermediário seja autorizado a operar e da entidade autorreguladora, se for o caso.

[547] Corresponde ao artigo 4°, §1°, da Resolução CVM n° 35.

Portanto, não basta mencionar que na prática os controles e o cumprimento da norma funcionam de determinada maneira, é necessário que o diretor faça isso por meios capazes de comprovar sua diligência e a existência de procedimentos, regras e controles, pois, sem isso, deixa de agir com probidade no exercício de suas funções, além de cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição, conforme exige o artigo 4°, §4°, da ICVM 505[548-549].

Assim, havendo algum descumprimento de dever da ICVM 505, o intermediário pode ser responsabilizado, devendo-se também verificar a conduta do diretor responsável por esta instrução, na medida de sua atuação, para eventual responsabilização subjetiva auferível por elementos objetivos, tais como a inexistência ou insuficiência de regras, de procedimentos e de controles internos no intermediário para atender os deveres da ICVM 505.

O intermediário e o diretor responsável pela ICVM 505 também deixam de atender a norma caso não implementem ou façam uma implementação inadequada das regras, procedimentos e controles internos utilizados para dar cumprimento aos deveres da ICVM 505, sendo evidência da implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos a reiterada ocorrência de falhas e a ausência de registro da aplicação da metodologia, de forma consistente e passível de verificação, conforme previsão do artigo 3°, §3°, da ICVM 505[550-551].

Conforme destacado pela CVM no Edital de Audiência Pública que deu origem à ICVM 505 e também citado por Henrique de Rezende Vergara no âmbito do PAD BSM n° 65/2013, em voto proferido em 16 de abril de 2015[552]:

> [...] a estrutura operacional e a organização interna dos intermediários devem ser capazes de identificar os comportamentos desejáveis previstos na Lei, na regulamentação da CVM e nas regras estabelecidas pelas entidades administradores de mercados organizados em relação a uma determinada operação ou situação, bem como estabelecer mecanismos apropriados para assegurar o cumprimento de tais normas, reduzindo, dessa forma, o risco de irregularidades ou infrações.

---

[548] Art. 4º O intermediário deve indicar: [...] §4º Os diretores referidos nos incisos I e II devem agir com probidade, boa fé e ética profissional, empregando, no exercício de suas funções, todo cuidado e diligência esperados de um profissional em sua posição.
[549] Corresponde ao artigo 5°, §5°, da Resolução CVM n° 35.
[550] Art. 3° O intermediário deve adotar e implementar: [...] §3° São evidências de implementação inadequada das regras, procedimentos e controle internos: I – a reiterada ocorrência de falhas; e II – a ausência de registro da aplicação da metodologia, de forma consistente e passível de verificação.
[551] Correspondente ao artigo 4°, §3°, da Resolução CVM n° 35.
[552] Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/detalhes/PAD-065/2013. Acesso em: 15 mai. 2021.

> São consideradas infrações à Minuta [Instrução] não apenas a inexistência de regras, procedimentos e controles, como também a sua não-implementação ou a implementação falha ou inadequada, evidenciadas, inclusive, pela reiterada ocorrência de falhas ou problemas que deveriam ser evitados por tais normas internas.[553]

Desta forma, se o intermediário e o seu diretor responsável criaram e implementaram mecanismos de maneira satisfatória e razoável, mesmo que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilização, conforme julgado da BSM no âmbito do PAD n° 48/2012, nos termos do voto do Conselheiro-Relator Marcus de Freitas Henriques, em 11 de setembro de 2014[554], no qual afirma que:

> [...] os mecanismos de controles internos alegadamente existentes [...] foram incapazes de identificar atipicidades das operações realizadas [...]. Nota-se que tais operações não ocorreram de forma isolada, hipótese na qual se poderia aventar da ausência de responsabilidade dos Diretores, mas constituíram um conjunto de negócios que totalizaram valores expressivos e foram realizados ao longo de vários meses. [...]
> Assim, na condição de Diretores responsáveis [...] cabia [...] assegurar que os controles internos adotados pela Corretora eram eficazes, capazes de identificar as situações descritas na referida Instrução, para que estas fossem comunicadas [...].
> Desse modo, os Diretores poderiam ter se defendido comprovando que fizeram com que a Corretora adotasse controles capazes de monitorar as operações realizadas por seus clientes [...]. Com efeito, não se exige dos referidos Diretores que acompanhem todas as operações realizadas pela Corretora, desde que tenham adotado providências para assegurar o bom funcionamento dos controles internos da instituição.
> Contudo, os Diretores não comprovaram nos autos que foram diligentes para assegurar que os controles internos adotados pela Corretora, à época dos fatos, eram eficientes. Na verdade, a Defesa alegou apenas que os

---

[553] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html. Acesso em: 15 mai. 2021.

[554] Nesse mesmo sentido, mas analisando uma situação similar, é o voto proferido pela Diretora da CVM Luciana Pires Dias, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM n° RJ2012/12201, julgado em 4 de agosto de 2015, envolvendo administrador de um fundo de investimentos em seu dever de implementar sistemas de controles para lidar com as necessidades do fundo: "A melhor defesa para esses diretores é demonstrar que implementaram mecanismos adequados para assegurar o cumprimento do mandamento legal ou regulamentar, que supervisionaram com diligência, enfim, que promoveram esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição e seus membros. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e se o diretor em questão provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade desse diretor". Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2015/20150804_PAS_RJ201212201.html. Acesso em: 15 mai. 2021.
Também há voto do Diretor da CVM Otavio Yazbek, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador n° RJ24/2006, julgado em 18 de fevereiro de 2013, em que afirma, numa análise de controles internos de uma companhia aberta que: "[...] mesmo controles internos bem constituídos são passíveis de falhas, o que não necessariamente enseja a responsabilização dos administradores. Tudo depende, como se afirmou, de um juízo acerca do quão adequada foi a conformação daqueles controles tendo em vista as necessidades concretas da companhia". Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2013/20130218_242006.html. Acesso em: 15 mai. 2021.

> Diretores teriam confiado nos processos de controles adotados pela Corretora.[555]

Assim, o diretor responsável deve se assegurar que o intermediário conta com sistemas de controle que represente aquele que um homem ativo e probo constituiria se estivesse na administração dos seus próprios negócios. Estes sistemas, que podem adotar diversas formas, devem servir para proporcionar razoável segurança de que os atos praticados por aqueles que deve fiscalizar serão, ao menos, praticados dentro das normas[556].

Em relação ao diretor responsável pela supervisão de procedimentos e controles internos, a ICVM 505 reservou outros deveres para a sua atuação. Desta forma, conforme exigência do artigo 4°, §5°, da ICVM 505[557-558], esse diretor deve elaborar e encaminhar relatório aos órgãos de administração do intermediário, até o último dia útil do mês de abril de cada ano, contendo, no mínimo:

---

[555] Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2012-048-pad. Acesso em 15 mai. 2021.

[556] Nessa mesma linha é o voto do Diretor da CVM Otavio Yazbek, no âmbito do Processo Administrativo Sancionador n° RJ24/2006, julgado em 18 de fevereiro de 2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2013/20130218_242006.html. Acesso em:15 mai. 2021.

[557] Art. 4° O intermediário deve indicar: [...] §5° O diretor de controles internos deve encaminhar relatório aos órgãos de administração do intermediário, até o último dia útil do mês de abril de cada ano, contendo, no mínimo: I – descrição detalhada e atualizada: a) dos controles internos implantados, informando os tipos de controles existentes e as atividades e operações abrangidas; b) da metodologia aplicada para a escolha e realização dos exames, indicando, por exemplo, mecanismos de monitoramento, parâmetros utilizados para verificação de anormalidades ou falhas, bem como critérios estabelecidos para a seleção de amostras; e c) dos procedimentos realizados para análise das deficiências encontradas; II – detalhamento dos testes realizados e das conclusões obtidas quanto à eficiência e eficácia dos controles internos para garantir o cumprimento do disposto nos Capítulos III a IX desta Instrução envolvendo: a) as atividades de cadastro de clientes, transmissão e execução de ordens, especificação de comitentes, operações com pessoas vinculadas, repasse de operações, pagamento e recebimento de valores, normas de conduta e manutenção de arquivos, abrangendo tanto a atuação do intermediário no mercado de bolsa quanto no mercado de balcão organizado; e b) monitoramento da infraestrutura de tecnologia da informação, previsto nos Capítulos VIII-A e VIII-B, com destaque para o programa de segurança cibernética de que trata o art. 35-H; III – recomendações quanto às eventuais deficiências que tenham sido identificadas no exercício de referência do relatório pelo intermediário, pela CVM, pela entidade administradora do mercado em que esteja autorizado a operar e pela entidade autorreguladora, com o estabelecimento de planos de ação e de cronogramas de saneamento para correção, quando for o caso; IV – avaliação de riscos para o intermediário em relação aos seus controles internos e quanto à sua vulnerabilidade a ataques cibernéticos; e V – manifestação do diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução a respeito das deficiências encontradas, contendo, no mínimo: a) em relação a cada uma das deficiências que tenham sido identificadas no exercício anterior, incluindo as identificadas pela CVM, pela entidade administradora do mercado em que esteja autorizado a operar e pela entidade autorreguladora, informação sobre o andamento ou sobre a eventual conclusão das ações planejadas para saná-las; b) em relação às deficiências apontadas nos relatórios anteriores, informar se os cronogramas de saneamento foram implementados e o resultado das ações adotadas para sanar as deficiências; c) avaliação fundamentada sobre a evolução do intermediário no cumprimento das exigências desta Instrução durante o período de competência do relatório; e d) avaliação sobre a adequação do plano de continuidade de negócios, indicando as necessidades de aperfeiçoamento, quando necessário.

[558] Corresponde ao artigo 5°, §6°, da Resolução CVM n° 35.

> I – descrição detalhada e atualizada: a) dos controles internos implantados, informando os tipos de controles existentes e as atividades e operações abrangidas; b) da metodologia aplicada para a escolha e realização dos exames, indicando, por exemplo, mecanismos de monitoramento, parâmetros utilizados para verificação de anormalidades ou falhas, bem como critérios estabelecidos para a seleção de amostras; e c) dos procedimentos realizados para análise das deficiências encontradas; II – detalhamento dos testes realizados e das conclusões obtidas quanto à eficiência e eficácia dos controles internos para garantir o cumprimento do disposto nos Capítulos III a IX desta Instrução [ICVM 505] envolvendo: a) as atividades de cadastro de clientes, transmissão e execução de ordens, especificação de comitentes, operações com pessoas vinculadas, repasse de operações, pagamento e recebimento de valores, normas de conduta e manutenção de arquivos, abrangendo tanto a atuação do intermediário no mercado de bolsa quanto no mercado de balcão organizado; e b) monitoramento da infraestrutura de tecnologia da informação, previsto nos Capítulos VIII-A e VIII-B [da ICVM 505], com destaque para o programa de segurança cibernética de que trata o art. 35-H; III – recomendações quanto às eventuais deficiências que tenham sido identificadas no exercício de referência do relatório pelo intermediário, pela CVM, pela entidade administradora do mercado em que esteja autorizado a operar e pela entidade autorreguladora, com o estabelecimento de planos de ação e de cronogramas de saneamento para correção, quando for o caso; IV – avaliação de riscos para o intermediário em relação aos seus controles internos e quanto à sua vulnerabilidade a ataques cibernéticos; e V – manifestação do diretor responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução [ICVM 505] a respeito das deficiências encontradas, contendo, no mínimo: a) em relação a cada uma das deficiências que tenham sido identificadas no exercício anterior, incluindo as identificadas pela CVM, pela entidade administradora do mercado em que esteja autorizado a operar e pela entidade autorreguladora, informação sobre o andamento ou sobre a eventual conclusão das ações planejadas para saná-las; b) em relação às deficiências apontadas nos relatórios anteriores, informar se os cronogramas de saneamento foram implementados e o resultado das ações adotadas para sanar as deficiências; c) avaliação fundamentada sobre a evolução do intermediário no cumprimento das exigências desta Instrução durante o período de competência do relatório; e d) avaliação sobre a adequação do plano de continuidade de negócios, indicando as necessidades de aperfeiçoamento, quando necessário.

Como acima visto, este relatório direcionado para a administração do intermediário deve conter, a título de destaque, a análise dos controles internos que foram implementados pelo diretor responsável pela ICVM 505, a análise das deficiências encontradas nesses controles internos, ou seja, para conter esses itens no relatório o diretor de *compliance* deve conhecer dos controles do intermediário e testá-los. Ademais, esse diretor deve recomendar melhoras nessas deficiências encontradas por ele ou por outros órgãos que realizaram auditoria nos sistemas e controles da corretora ou distribuidora, estabelecendo o respectivo plano de ação e cronograma para tanto. Por fim, deve conter avaliação dos riscos que o

intermediário está sujeito em relação aos seus controles internos, em especial a vulnerabilidade do intermediário para ataques cibernéticos.

Nesse mesmo relatório, deve haver uma seção reservada ao diretor responsável pela ICVM 505 para que este se manifeste acerca das deficiências encontradas, informando o andamento ou eventual conclusão das ações planejadas para sanar tais problemas, além de informar se os cronogramas de saneamento de deficiências apontadas em relatórios passados foram concluídos e o resultado das ações adotadas para sanar essas deficiências, e, por fim, tratar da evolução do intermediário no cumprimento das normas da ICVM 505 e sobre a adequação do plano de continuidade estabelecido pelo intermediário e por este diretor, com a indicação de eventuais aperfeiçoamentos que se façam necessários.

Havendo falhas na verificação dos procedimentos, regras e controles internos do intermediário, no acompanhamento dos cronogramas e das implementações dos planos de trabalho para tratar de deficiências e nos apontamentos a serem feitos nesse relatório anual, bem como na elaboração desse relatório, o diretor de *compliance* poderá ser responsabilizado por tais falhas[559].

4.2.8. A Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro nos Negócios Executados no Mercado Secundário[560]

Com a intenção de não permitir a entrada de capital ilícito na economia formal e evitar que o dinheiro oriundo de práticas criminosas pudesse retornar de maneira lícita para refinanciar atividades ilegais, os intermediários, durante a fase de negociação dos valores mobiliários, devem monitorar e comunicar operações e atividades suspeitas de lavagem de dinheiro[561].

É nesse sentido que legislações ao redor do mundo foram criadas com o intuito de prevenir, detectar e sancionar, inclusive penalmente, as práticas de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

---

[559] A responsabilização de diretores dos intermediários por falha em controles e acompanhamento dessas falhas pode ser verificada no PAD 15/2017, por exemplo. Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/atividades-disciplinares-e-processos/acompanhe-os-processos/parecer/2017-015-pad. Acesso em 20 mai. 2021.

[560] Esta seção é complementar ao tratado na seção 4.1.1 desta dissertação. Essas seções foram divididas, por conta de metodologia adotada e analisar e verificar os deveres dos intermediários nas fases do ciclo de negociação de um valor mobiliário.

[561] No caso do mercado de valores mobiliários o dever de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo não está restrita aos intermediários. Cabe também aos fundos de investimentos e até às próprias bolsas de valores, por exemplo, participarem dessa rede de prevenção.

As práticas de lavagem de dinheiro são caracterizadas por operações complexas, cuja finalidade é mascarar a origem ilícita do dinheiro a ser reinserido na economia formal. Para este fim, são utilizadas diversas técnicas de ocultação da origem, que se somam à falta de estrutura, à dificuldade de monitoramento de todas as transações financeiras e com as rígidas regras de sigilo bancário de alguns países[562].

Para o enfrentamento dessas problemáticas em nível mundial, em 1988, foi assinada a Convenção de Viena, que obrigou os países aderentes a adotarem em suas legislações repressões penais contra as práticas de lavagem de dinheiro[563].

Além disso, a legislação sobre o tema é fortemente influenciada pelo GAFI[564], que é um organismo intergovernamental instituído em 1989, cujo propósito é desenvolver e promover políticas nacionais e internacionais de combate à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. O GAFI elabora recomendações[565] e faz análises de como os países lidam internamente com o tema para classificá-los de acordo com a adequação das regras de prevenção e repressão à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo[566].

Essa política criminal criada a partir da imposição da Convenção de Viena tinha como característica a regulação para prevenir, detectar e sancionar as práticas de lavagem de dinheiro, sendo criadas normas administrativas com o objetivo de impedir o acesso do dinheiro proveniente de delitos ao sistema financeiro[567].

Esse o modelo regulatório é uma combinação entre o normativo clássico suíço e o norte-americano. O modelo da Suíça se baseia nas obrigações dos intermediários de conhecer bem seus clientes (*know your client*), manter registros de suas transações e investigar internamente condutas suspeitas, para, em se confirmando as irregularidades, comunicá-las à autoridade competente. Já nos Estados Unidos da América, a legislação é

---

[562] CARDOSO, Débora Motta. **Criminal compliance na perspectiva da lei de lavagem de dinheiro**. São Paulo: Editora LiberArs, 2015. p. 101.
[563] O Brasil ratificou a Convenção de Viena em 1991, por meio do Decreto n° 154.
[564] Grupo de Ação Financeira - GAFI *(Groupe d'action financière*), também conhecido como *Financial Action Task Force* - FATF (acrônimo em língua inglesa).
[565]Disponível em www.fatf-gafi.org/publications/fatfrecommendations/?hf=10&b=0&s=desc(fatf_releasedate) (fatf-gafi.org). Acesso em: 6 fev. 2021.
[566] Disponível em www.fatf-gafi.org/publications/high-risk-and-other-monitored-jurisdictions/?hf=10&b=0&s=desc(fatf_releasedate) (fatf-gafi.org). Acesso em: 6 fev. 2021.
[567] BLANCO CORDERO, Isidoro. **Eficacia del sistema de prevención del blanqueo de capitales**. Estudio del Instituto Vasco de Criminologia, San Sebastian, n. 23, p. 117-138, 2009. p. 117.

voltada para o reporte, pelo intermediário, à autoridade competente, de todas as transações de maior vulto[568].

O Brasil, nessa esteira de inovação legislativa sobre o tema, mas com certo atraso em comparação aos demais países, aprovou a Lei 9613, em 1998, a qual previa, em seu artigo 1°, um rol taxativo de delitos ao qual estaria vinculada a prática de lavagem de dinheiro. A delimitação dos crimes antecedentes à lavagem de dinheiro não se mostrou efetiva no combate à inserção do dinheiro ilícito na economia formal, conforme narra Alamiro Velludo Salvador Netto[569].

Para melhorar essa situação, foi feita, em 2012, uma reforma na Lei 9613/98, por meio da Lei nº 12.683, de 9 de julho de 2012 (Lei 12.683/2012). Nesta alteração legislativa, retirou-se do texto legal a restrição taxativa sobre os crimes antecedentes, expandindo a tipificação do crime de lavagem. Nesse sentido, passou-se a considerar como prática de lavagem de dinheiro as ações que busquem "ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, direta ou indiretamente, de infração penal" (artigo 1°, da Lei 9613/98[570]). Com isso, ampliou-se as situações de verificação de lavagem de dinheiro, com intuito de impedir operações simuladas e fraudes para conferir aos recursos de origem criminosa uma aparência de licitude.

A Lei 9613/98, a partir de seu artigo 9°, estabeleceu um sistema no qual os reguladores de diferentes atividades econômicas, as quais são mais usadas por criminosos para ocultação de recursos, são incumbidos de regular e supervisionar a implementação de vedações e controles em seus respectivos universos regulatórios, visando a identificação de situações e operações suspeitas.

Essas situações e operações suspeitas, quando verificadas, devem ser comunicadas ao COAF, que foi criado pela Lei 9613/98 para atuar como unidade de inteligência financeira e, que após mudanças legislativas, está atualmente vinculado ao BACEN[571].

---

[568] GADINIS, Stavos e MANGELS, Colby. **Collaborative Gatekeepers**. Universidade da California - Berkeley. Vol. 73. Washington and Lee Law Review 797, 2016. Disponível em https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol73/iss2/6.

[569] SALVADOR NETTO, Alamiro Velludo. **Lavagem de dinheiro e seu protagonismo no direito penal**. *In*: SILVEIRA, Renato de Mello Jorge (coord.). **Crônicas franciscanas no Mensalão**. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 88.

[570] Art. 1°-Ocultar ou dissimular a natureza, origem, localização, disposição, movimentação ou propriedade de bens, direitos ou valores provenientes, direta ou indiretamente, de infração penal. Pena: reclusão, de 3 (três) a 10 (dez) anos, e multa.

[571] Sobre a atuação do COAF como unidade de inteligência financeira e críticas sobre a sua mudança para o BACEN verificar artigo de Pierpaolo Cruz Bottini: BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Mudança do Coaf para o BC e o combate à lavagem de dinheiro**. Disponível em https://www.conjur.com.br/2019-out-29/direito-defesa-mudanca-coaf-bc-combate-lavagem-dinheiro. Acesso em: 14 fev. 2021.

Um dos principais pontos trazidos pelo GAFI no combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo foi a obrigatoriedade de reporte de atividades suspeitas que deve ser feito para uma Unidade de Inteligência Financeira, que centraliza as análises suspeitas realizadas nos mais diferentes setores da economia. A criação dessa figura central se justifica frente à constatação de que as condutas de lavagem de dinheiro podem envolver diversas áreas da economia, sendo que apenas uma entidade centralizada, com informações de diferentes setores, estaria capacitada à identificação de situações de lavagem de dinheiro em todos os âmbitos.

Nesse sentido, as pessoas indicas no artigo 9° da Lei 9613/98, dentre elas os intermediários de valores mobiliários, conforme já mencionado anteriormente, devem adotar políticas, procedimentos e controles internos, compatíveis com seu porte e volume de operações, cadastrar-se e manter seu cadastro atualizado no órgão regulador ou fiscalizador (no caso dos intermediários de valores mobiliários, na própria CVM), identificar e manter cadastro atualizado de seus clientes e manter registro de todas as operações, tendo, desta forma, o dever de cooperar com o sistema criminal em busca de prevenir a lavagem de dinheiro e o financiamento ao terrorismo[572].

Assim, a Lei 9613/98 trouxe aos intermediários o dever legal de colaborar com as autoridades competentes nos procedimentos de identificação e prevenção de práticas ligadas à lavagem de dinheiro e o financiamento ao terrorismo[573]. E para realizar essa contribuição no combate a esse tipo de crime, os intermediários tiveram que implementar sistemas internos de identificação dessas práticas para poderem estar em conformidade com seus deveres estipulados pela Lei 9613/98, já que o descumprimento de tais deveres pode levar ao intermediário responder penal e administrativamente[574].

A regulamentação dos deveres acima mencionados e a colaboração que os intermediários devem ter com o sistema penal para combate à lavagem de dinheiro está a cargo da CVM, como já mencionado anteriormente, ficando a autarquia responsável por estabelecer a forma e as condições de atendimento ao disposto na Lei 9613/98 no mercado de valores mobiliários.

---

[572] SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; SAAD-DINIZ, Eduardo. **Criminal compliance: os limites da cooperação normativa quanto à lavagem de dinheiro**. Revista peruana de ciencias penales, Lima, n. 25, 2013. p. 593.

[573] CARDOSO, Débora Motta. **Criminal compliance na perspectiva da lei de lavagem de dinheiro**. São Paulo: Editora LiberArs, 2015. p. 49.

[574] Sobre a necessidade de se equilibrar eventuais punições àqueles que comentem o crime de lavagem de dinheiro e àqueles que deixam de denunciar a prática, verificar entendimento de Helena Regina Lobo da Costa: LOBO DA COSTA, Helena Regina. **Exageros e incoerências da lei n° 12.683/12**. *In* SILVEIRA, Renato de Mello Jorge (coord.). **Crônicas franciscanas no mensalão**. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 130.

Para tanto, a CVM publicou a ICVM 301, que vigorou até o ano de 2020, quando foi substituída pela ICVM 617. Em seu normativo, a CVM explicitou o dever de os intermediários terem uma política de PLDFT, de reportarem operações e atividades suspeitas ao COAF e de monitoramento de questões cadastrais e operacionais que pudessem indicar indícios de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo, tudo com base no princípio da abordagem baseada em risco que deve ser explicitado no intermediário por meio da Política de PLDFT, que já foram explicados anteriormente.

Com relação ao monitoramento, os intermediários devem adotar mecanismos para maior detalhamento dos sinais de alertas monitorados e medidas para análise da operação ou situação atípica detectada, a fim de definir eventual reporte ao COAF. Para isso, os intermediários devem monitorar todas as operações objeto de negociação ou registro que passar por eles, para identificar os sinais de alerta e situações atípicas[575], as quais estão descritas no artigo 20 da ICVM 617[576].

Esse monitoramento deve ser feito em todas as operações com valores mobiliários, independentemente de seu valor ou da classificação de risco atribuída ao investidor pela Política de PLDFT do intermediário. Da mesma maneira, essa monitoração deve atingir todos os clientes do intermediário, inclusive sua carteira própria, pessoas vinculadas e carteiras de outras instituições de eventual conglomerado.

Durante esse monitoramento, o qual é feito por meio de sistemas, na maior parte dos intermediários, surgem os alertas de atipicidades, os quais devem ser analisados pelo intermediário, de forma regular e tempestiva, para identificar aquelas que configurem indícios de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo. Essa análise deve observar os parâmetros previstos na Política de PLDFT e na avaliação interna de risco do

---

[575] Conforme Guia publicado pela ANBIMA sobre a ICVM 617, podem ser consideradas situações atípicas, além daquelas que envolvem operações propriamente ditas: I. agente público que abre uma conta em nome de um familiar e começa a fazer grandes depósitos não condizentes com suas fontes conhecidas de renda familiar legítima. II. ameaça a preposto, tentando dissuadi-lo de registrar os relatórios necessários. III. negativa em continuar com uma transação depois de descobrir que ela precisa ser relatada. IV. sugestão de pagamento de gratificação a um preposto. V. aparente propósito oculto ou comportamento não usual, por exemplo, recusa em obter uma taxa de juros mais alta em uma conta com alto valor disponível. VI. incompatibilidade das transações com a situação patrimonial. VII. oscilação comportamental em relação ao volume, à frequência e à modalidade. VIII. transações em espécie.
O Guia da Anbima está disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/4D/B4/AE/77/739F471017664F476B2BA2A8/Guia-ANBIMA-PLDFT.pdf. Acesso em: 20 dez. 2020.

[576] Art. 20. Para fins do disposto no inciso I do art. 11, da Lei nº 9.613, de 1998, as pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º devem, no limite de suas atribuições, monitorar continuamente todas as operações e situações, bem como observar as seguintes atipicidades, que podem, após detecção e respectiva análise, configurar indícios de LDFT: [...]

intermediário, bem como observar, no que couber, as respectivas regras, procedimentos e controles internos, nos termos do artigo 21 e seu parágrafo único da ICVM 617[577].

A conclusão da análise do alerta de atipicidade deve ocorrer em até 45 dias da data da geração do alerta, conforme expõe a norma do BACEN sobre PLDFT e o comunicado da BSM.

Como consequência do monitoramento contínuo, devem ser comunicadas ao COAF, mediante análise fundamentada, todas as situações e operações detectadas, ou propostas de operações, que possam constituir-se em sérios indícios de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo.

Assim, ao estabelecer que apenas devem ser comunicadas operações ou situações com análise fundamentada, a ICVM 617 prega que não é toda e qualquer operação que deve ser reportada indiscriminadamente, mas sim aquelas que sejam consideradas como sérios indícios, a fim de disponibilizar ao regulador informações úteis. Dessa forma, a ICVM 617 prevê a importância da qualidade da informação reportada, estabelecendo os elementos mínimos que devem integrar reportes para o COAF de tais operações ou situações atípicas detectadas (§1°, do artigo 22, da ICVM 617[578]).

Além disso, toda a fase de monitoração e análise deve ser documentada, mesmo que a conclusão da análise seja pela não comunicação ao COAF. Sendo que essa documentação deve ser guardada pelo prazo de 5 anos (artigo 26, da ICVM 617[579]).

Importante destacar que o intermediário não é o responsável por definir se a operação ou atividade atípica é uma situação de lavagem de dinheiro, conforme dispõe a Lei 9613/98.

---

[577] Art. 21. As pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º devem estabelecer um procedimento regular e tempestivo de análise das operações e situações detectadas nos termos do art. 20, individualmente ou em conjunto, com o objetivo de, no limite de suas atribuições, identificar aquelas que configurem indícios de LDFT. Parágrafo único. A análise deve observar os parâmetros previstos na política de PLDFT e na avaliação interna de risco, bem como observar, no que couber, as respectivas regras, procedimentos e controles internos, conforme os arts. 4º a 7º desta Instrução.

[578] Art. 22. As pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º desta Instrução devem, em conformidade com o disposto nesta seção e mediante análise fundamentada, comunicar à Unidade de Inteligência Financeira todas as situações e operações detectadas, ou propostas de operações que possam constituir-se em sérios indícios de LDFT. § 1º As comunicações referidas no caput devem conter minimamente: I – a data do início de relacionamento do comunicante com a pessoa autora ou envolvida na operação ou situação; II – a explicação fundamentada dos sinais de alerta identificados; III – a descrição e o detalhamento das características das operações realizadas; IV – a apresentação das informações obtidas por meio das diligências previstas no art. 17, que qualifiquem os envolvidos, inclusive informando tratar-se, ou não, de pessoas expostas politicamente, e que detalhem o comportamento da pessoa comunicada; e V – a conclusão da análise, incluindo o relato fundamentado que caracterize os sinais de alerta identificados como uma situação suspeita a ser comunicada para a Unidade de Inteligência Financeira, contendo minimamente as informações definidas nos demais incisos deste parágrafo.

[579] Art. 26. As pessoas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º devem manter à disposição da CVM, durante o período mínimo de 5 (cinco) anos, toda documentação relacionada às obrigações previstas nos Capítulos II a V e VII.

Ao intermediário cabe monitorar e analisar para verificar se há indícios da prática ilícita, sendo que esses indícios são aqueles descritos no artigo 20 da ICVM 617. Assim, configurado qualquer um desses indícios, por meio do monitoramento e análise dos alertas, deve o intermediário comunicar o COAF sobre a situação verificada, encaminhando as informações ao órgão responsável no prazo de 24 horas da conclusão da análise (§3°, do artigo 22, da ICVM 617[580]).

Na hipótese de inexistência de operações ensejadoras de comunicação ao COAF durante o ano civil, a instituição deverá atestar a inocorrência de tais operações na periodicidade e forma estabelecida pelos órgãos reguladores e fiscalizadores (artigo 23 e parágrafo único, da ICVM 617[581]).

A CVM, por meio do Ofício-Circular nº 4/2020-CVM/SMI-SIN, entende que os intermediários, como estão sujeitos a registro no BACEN, devem implementar canal de comunicação previsto na Resolução CMN nº 4.859/2020, por meio do qual os funcionários, colaboradores, clientes, usuários, parceiros ou fornecedores possam comunicar, sem necessidade de se identificarem, situações com indícios de ilicitude de qualquer natureza, relacionadas com as atividades da instituição, sendo considerado pela CVM como uma boa ferramenta de gestão para verificação interna de indícios de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

Como mencionado, o artigo 20, da ICVM 617, prevê as situações e operações que os intermediários devem monitorar continuamente, e que uma vez detectadas e analisadas podem configurar indícios de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo. Por esta razão, é importante apresentar as situações elencadas na norma:

---

[580] Art. 22. As pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º desta Instrução devem, em conformidade com o disposto nesta seção e mediante análise fundamentada, comunicar à Unidade de Inteligência Financeira todas as situações e operações detectadas, ou propostas de operações que possam constituir-se em sérios indícios de LDFT. [...] §3º A comunicação de que trata o caput deve ser efetuada no prazo de 24 (vinte e quatro) horas a contar da conclusão da análise que caracterizou a atipicidade da operação, respectiva proposta, ou mesmo da situação atípica detectada, como uma suspeição a ser comunicada para a Unidade de Inteligência Financeira.

[581] Art. 23. As pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º desta Instrução devem comunicar à CVM, se for o caso, a não ocorrência, no ano civil anterior, de situações, operações ou propostas de operações passíveis de serem comunicadas. Parágrafo único. A comunicação de que trata o caput deve ser realizada anualmente, até o último dia útil do mês de abril, por meio dos mecanismos estabelecidos no convênio celebrado entre a CVM e a Unidade de Inteligência Financeira.

I – situações derivadas do processo de identificação do cliente, das quais se destacam:

(a) situações em que não seja possível manter atualizadas as informações cadastrais de seus clientes. Esgotadas todas as possibilidades de atualização cadastral dos clientes, afastando as situações em que o intermediário pode viver sem determinadas informações do investidor não-residente, no limite da ICVM 617 e do comunicado da BSM, recomenda-se que as operações realizadas pelo cliente com cadastro desatualizado sejam comunicadas ao COAF, desde que a desatualização tenha relevância e não permita ao intermediário concluir a respeito da tipicidade da operação.

(b) situações em que não seja possível identificar o beneficiário final. Todas as situações em que o intermediário não puder identificar o beneficiário final, afastando as situações em que o intermediário pode viver sem determinadas informações do investidor não-residente, no limite da ICVM 617 e do comunicado da BSM, recomenda-se a comunicação ao COAF.

(c) operações cujos valores se afigurem incompatíveis com a ocupação profissional, os rendimentos ou a situação patrimonial ou financeira de qualquer das partes envolvidas, tomando-se por base as informações cadastrais respectivas. Para tanto, o intermediário deverá possuir as informações financeiras de seus clientes nas fichas cadastrais, contendo seu rendimento mensal e seu patrimônio total, sendo de responsabilidade do intermediário checar essas informações, uma vez que as informações trazidas pelo cliente são meramente declaratórias, podendo não ser verdadeiras. Assim, o intermediário deverá cruzar as informações financeiras do cliente com as movimentações feitas por ele no mercado de valores mobiliários para verificar a compatibilidade. Importante o intermediário já definir parâmetros em seus alertas do que seria considerado incompatível em sua análise.

(d) incompatibilidade da atividade econômica, do objeto social ou do faturamento informados com o padrão operacional apresentado por clientes com o mesmo perfil. Nesta situação o intermediário deve possuir tais informações e fazer o cruzamento delas entre seus clientes para comparar se os clientes com perfis econômicos parecidos apresentam padrões semelhantes ou diferentes e aqueles fora da curva estabelecida pelo intermediário em sua monitoração deve passar pelo processo de análise e eventualmente comunicar ao COAF.

II - situações relacionadas com operações cursadas no mercado de valores mobiliários, tais como:

(a) realizadas entre as mesmas partes ou em benefício das mesmas partes, nas quais haja seguidos ganhos ou perdas no que se refere a algum dos envolvidos. Ocorrendo operações em que há ganhos reiterados de um determinado cliente em face de outro cliente do intermediário, caberá a este analisar as operações e eventualmente reportá-las ao COAF. Importante verificar que essa situação está intimamente ligada com a irregularidade de criação de condições artificiais, em sua modalidade de *money pass*, explicada anteriormente. Apesar de a norma não estabelecer o período de tempo que deve ser avaliada essa coincidência de partes e ganhos, o intermediário pode estabelecer em suas regras de monitoramento de situação de prevenção à lavagem de dinheiro, inclusive criando indicadores para diferentes tipos de operações, como situações de *day trade* ou *swing trade*.

(b) que evidenciem oscilação significativa em relação ao volume ou frequência de negócios de qualquer das partes envolvidas. Nesse item, também caberá ao intermediário estabelecer seus parâmetros de monitoração para verificar tais quebras de padrão de volume ou frequência. Pré-estabelecidas tais regras, o intermediário deve utilizá-las para parametrizar seus alertas e fazer suas análises, devendo comunicar ao COAF caso esses desvios sejam identificados e não haja explicação convincente pelo cliente para essa mudança de seu padrão operacional.

(c) cujos desdobramentos contemplem características que possam constituir artifício para burla da identificação dos efetivos envolvidos e beneficiários respectivos e (d) cujas características e desdobramentos evidenciem atuação, de forma contumaz, em nome de terceiros. Para essas duas situações não há uma monitoração direta nas operações realizadas pelos clientes, mas uma verificação se as operações estão sendo ordenadas pelo próprio cliente ou pessoa com poderes para tanto e que resultado das operações esteja indo para essa própria pessoa, não havendo um desvio de beneficiário. A ideia desses comandos é evitar situações que envolvam "laranjas" ou a tomada de controle da carteira por um terceiro não autorizado.

(e) que evidenciem mudança repentina e objetivamente injustificada relativamente às modalidades operacionais usualmente utilizadas pelos envolvidos. Para verificação dessa situação, o intermediário deve realizar a monitoração de forma segregada, verificando cada segmento de mercado (vista, opções, termo, contratos futuros etc.) e cada modalidade operacional que o cliente possa utilizar (operações *day trade*, *swing trade*, venda a descoberto, operações estruturadas, etc.). Assim, por meio de informações estatísticas, o intermediário verifica o que seria uma média de mudança operacional e busca analisar as situações que saem fora do padrão, podendo já estabelecer previamente o que considera uma mudança repentina.

(f) cujo grau de complexidade e risco se afigurem incompatíveis com: 1. o perfil do cliente ou de seu representante, nos termos da regulamentação específica que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e 2. com o porte e o objeto social do cliente. Para avaliar a qualificação do cliente ou de seu representante, o intermediário utiliza-se, nessa situação, das informações obtidas quando do preenchimento do questionário de *suitability*, que já foi tratado anteriormente nesta dissertação. A partir das perguntas obrigatórias que devem constar desse questionário, como conhecimento do cliente sobre produtos, serviços e operações, volume e a frequência que atuou no mercado de valores mobiliários, período que pretende manter seus investimentos, formação acadêmica e experiência profissional, é possível o intermediário vincular as operações de fato realizadas pelo cliente com seu perfil de investimento. Além disso, a informação sobre porte e objeto social deverá constar das informações cadastrais obtidas, devendo o intermediário, previamente, definir o que entende por padrão médio de operação por porte de cliente e objeto social. Havendo desvios nesses padrões definidos pelo intermediário, sua monitoração deve alertá-lo para que faça a análise do caso concreto e eventual comunicação ao COAF.

(g) realizadas com a aparente finalidade de gerar perda ou ganho para as quais falte, objetivamente, fundamento econômico ou legal. Tal situação tem proximidade com a indicada no item (a) acima, inclusive com o ilícito de *money pass*. Porém, aqui não é necessário verificar uma reiterada coincidência de contrapartes, mas a operação realizada deve apresentar falta de fundamento econômico ou legal. Exemplos desse tipo de situação são a abertura e fechamento de uma posição em determinado valor mobiliário num curto

espaço de tempo, ou uma compra ou venda de opções fora do preço um dia antes do vencimento.

(h) transferências privadas de recursos e de valores mobiliários sem motivação aparente, tais como: 1. entre contas-correntes de investidores perante o intermediário; 2. de titularidade de valores mobiliários sem movimentação financeira; e 3. de valores mobiliários fora do ambiente de mercado organizado. Tais situações não envolvem diretamente negócios no mercado secundário de valores mobiliários. São operações feitas sem passar pela B3, em que há um possível acordo entre clientes para que haja essa transferência. Por serem situações atípicas, é importante o intermediário verificar seus acontecimentos e buscar explicações dos clientes que, se forem insuficientes, na visão do intermediário, deverá ensejar comunicação ao COAF. Tais situações podem estar vinculadas aos deveres impostos aos intermediários pela ICVM 333[582], explicados anteriormente.

(i) depósitos ou transferências realizadas por terceiros, para a liquidação de operações de cliente, ou para prestação de garantia em operações nos mercados de liquidação futura; (j) pagamentos a terceiros, sob qualquer forma, por conta de liquidação de operações ou resgates de valores depositados em garantia, registrados em nome do cliente. Nesses dois dispositivos busca-se verificar situações atípicas em que terceiros cobrem obrigações dos clientes do intermediário ou o próprio cliente cobrindo obrigações de terceiros. Quando o intermediário for analisar tais situações na prática, pode-se deparar com uma ajuda familiar para cumprimento de obrigações, ou uma situação contratual prévia que cobria tais fatos, mas se não houver explicação razoável para a concretização dessas situações, cabe ao intermediário comunicar o COAF do ocorrido.

(k) operações realizadas fora de preço de mercado. Essa hipótese se assemelha à do item (g) acima, devendo o intermediário verificar, nesse tipo de situação se clientes vem realizando operações que não condizem com as condições de mercado ou com situações em que não fundamento econômico. Não é porque a operação foi executada nos mercados organizados, passando por seus túneis de preço e regras de leilão que elas deixam de apresentar indícios de lavagem de dinheiro. Por isso, há a necessidade de o intermediário ter alertas e monitorar essas situações.

---

[582] Os comandos da ICVM 333 estão dispostos na Resolução CVM n° 35, que revogou a ICVM 333, e entra em vigor em 1° de julho de 2021.

III – operações e situações relacionadas a pessoas suspeitas de envolvimento com atos terroristas, tais como aquelas que envolvam:

(a) ativos alcançados por sanções impostas pelas resoluções do CSNU de que trata a Lei nº 13.810, de 8 de março de 2019; (b) ativos alcançados por requerimento de medida de indisponibilidade oriundo de autoridade central estrangeira de que se venha a ter conhecimento; (c) a realização de negócios, qualquer que seja o valor, por pessoas que tenham cometido ou intentado cometer atos terroristas, ou deles participado ou facilitado o seu cometimento, conforme o disposto na Lei nº 13.260, 16 de março de 2016; (d) valores mobiliários pertencentes ou controlados, direta ou indiretamente, por pessoas que tenham cometido ou intentado cometer atos terroristas, ou deles participado ou facilitado o seu cometimento, conforme o disposto na Lei nº 13.260, de 2016; e (e) movimentação passível de ser associada ao financiamento do terrorismo, conforme o disposto na Lei nº 13.260, de 2016.

Para todos os itens acima, é importante o intermediário acompanhar as listas e comunicações que são divulgadas por órgãos oficiais que classificam pessoas ou situações nas listas de terrorismo. Ao fazer esse acompanhamento o intermediário deve cruzar tais informações com seus clientes e operações por eles realizadas para verificar se há as situações enumeradas nesse tópico pela ICVM 617. Notícias públicas também podem ser utilizadas para a análise dessas situações.

IV – operações com a participação de pessoas naturais, pessoas jurídicas ou outras entidades que residam, tenham sede ou sejam constituídas em países, jurisdições, dependências ou locais:

(a) que não aplicam ou aplicam insuficientemente as recomendações do GAFI, conforme listas emanadas por aquele organismo; e (b) com tributação favorecida e submetidos a regimes fiscais privilegiados, conforme normas emanadas pela Receita Federal do Brasil.

Para esse conjunto de situações, o intermediário também deve acompanhar as listas do GAFI e da Receita Federal sobre locais que não aplicam adequadamente as regras de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, bem como aqueles países

conhecidos como paraísos fiscais, pois se houver a intermediação de operações que envolvam pessoas nessas situações, há o dever de comunicação ao COAF.

Notícias públicas também podem ser utilizadas para a análise dessas situações.

Por fim, a CVM impôs aos intermediários que, na verificação de alguma hipótese que não esteja expressamente contemplada acima, mas que também possa configurar indícios de lavagem de dinheiro ou financiamento ao terrorismo, há o dever de comunicação ao COAF, com a descrição da possível irregularidade (artigo, 20, inciso V, da ICVM 617[583]). Isso aumenta a discricionariedade do intermediário para atuar na prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, pois com a evolução das práticas criminosas e de ocultação, pode ser que o intermediário se depare com alguma situação que não está descrita no artigo 20, da ICVM 617, e que entenda, em sua análise que seria algo atípico e um sério indício do crime de lavagem de dinheiro, fazendo, assim, o reporte para as autoridades.

4.2.9. Indicação de Diretor Responsável pelo cumprimento das regras de Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro e Financiamento ao Terrorismo

Assim como exigido pela ICVM 505, o artigo 8°, da ICVM 617[584], determina que os intermediários devem indicar um diretor estatuário, porém não necessariamente exclusivo, responsável pelo cumprimento das regras de PLDFT, a fim de assegurar a observância da política de PLDFT. No caso de conglomerado financeiro, admite-se a indicação de um único diretor responsável por PLDFT para todo o conglomerado.

O diretor responsável pelo cumprimento das regras de PLDFT pode desempenhar sua função em conjunto com outras atividades no intermediário, desde que não impliquem potenciais conflitos de interesses, principalmente com as áreas de negócios da instituição[585].

Nos termos da regulação, o diretor designado tem o dever de: I. difundir a cultura de PLDFT entre prepostos do intermediário, parceiros, terceiros e prestadores de serviços

---

[583] Art. 20. Para fins do disposto no inciso I do art. 11, da Lei nº 9.613, de 1998, as pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º devem, no limite de suas atribuições, monitorar continuamente todas as operações e situações, bem como observar as seguintes atipicidades, que podem, após detecção e respectiva análise, configurar indícios de LDFT: [...] V – outras hipóteses que, a critério das pessoas mencionadas no caput deste artigo, configurem indícios de LDFT, cujas notificações deverão ser acompanhadas de breve descrição da possível irregularidade, de acordo com o § 1º do art. 22.

[584] Art. 8º As pessoas jurídicas mencionadas nos incisos I a III do art. 3º desta Instrução devem indicar um diretor estatutário, responsável pelo cumprimento das normas estabelecidas por esta Instrução, em especial, pela implementação e manutenção da respectiva política de PLDFT compatível com a natureza, o porte, a complexidade, a estrutura, o perfil de risco e o modelo de negócio da instituição, de forma a assegurar o efetivo gerenciamento dos riscos de LDFT apontados.

[585] Por não ser exclusivo, pode cumular com a função de diretor responsável pela ICVM 505, por exemplo.

relevantes, conforme aplicável. II. implementar e acompanhar o cumprimento das normas e respectivas atualizações de PLDFT com o perfil de risco e o modelo de negócio do intermediário, de modo a assegurar o efetivo gerenciamento dos riscos relacionados. III. coordenar ações disciplinares a prepostos, parceiros, terceiros e prestadores de serviços relevantes que venham a descumprir os procedimentos de PLDFT. IV. elaborar ou aprovar relatório de avaliação interna de risco de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo. V. elaborar ou aprovar relatório de efetividade, conforme aplicável. VI. coordenar a atuação da área responsável por PLDFT, conforme critério de cada intermediário, com o comitê de PLDFT ou fóruns de discussão equivalentes sobre PLDFT, caso existentes.

A relevância da designação de um diretor responsável pelo cumprimento das regras estabelecidas na ICVM 617[586] decorre diretamente da especial importância conferida pelo regulador na observação dos deveres referentes à PLDFT.

Destaca-se manifestação da CVM[587] sobre a importância de se ter diretor designado especificamente para o cumprimento de normativos expedidos pela autarquia:

> [...] A nomeação de um diretor responsável perante a CVM é um mecanismo cuja finalidade é a criação de um núcleo de imputabilidade nos prestadores de serviços do mercado de valores mobiliários. Aos diretores é atribuída a qualidade de centros de imputação de responsabilidade. Esses diretores têm pela ciência desta qualidade quando assumem os respectivos cargos. Trata-se de uma estratégia regulatória legítima que visa a criar incentivos para que esses executivos construam, dentro das estruturas internas desses prestadores de serviços, redes de cumprimento e fiscalização das normas legais, regulamentares, provenientes da autorregulação ou mesmo as regras da própria instituição.

Assim, fica a responsabilidade desse diretor em providenciar no intermediário a implementação e manutenção da respectiva política de PLDFT compatível com a natureza, o porte, a complexidade, a estrutura, o perfil de risco e o modelo de negócio da instituição, de forma a assegurar o efetivo gerenciamento dos riscos de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo apontados, sendo responsável também pela manutenção dos sistemas de monitoramento do intermediário para verificação de operações e situações

---

[586] Assim como nas demais normas da CVM em que há a obrigatoriedade de indicação de um diretor responsável, tais como a ICVM 505 (Resolução CVM n° 35), ICVM 539 (Resolução CVM n° 30) e ICVM 542 (Resolução CVM n° 32), por exemplo.

[587] Voto da Diretora da CVM Luciana Dias no julgamento do Processo Administrativo Sancionador n° 8/2004, realizado em 6 de dezembro de 2012. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20121206_PAS_0804.pdf. Acesso em: 20 dez. 2020.

atípicas, bem como pelo funcionamento das análises e respectivas comunicações dos indícios de lavagem de dinheiro ao COAF.

Havendo falha no cumprimento desses deveres, o diretor responsável pode ser responsabilizado pela CVM ou pelo autorregulador. No entanto, a falha desse diretor no cumprimento de tais regras não se pode confundir com uma responsabilização objetiva, uma vez que o diretor responsável sempre pode comprovar que promoveu esforços razoáveis para assegurar o cumprimento sistemático da regulação por aquela instituição. Se esses mecanismos foram satisfatoriamente implementados e o diretor provou ser diligente, ainda que haja uma falha pontual, não há que se falar em responsabilidade do diretor, conforme já decidiu a CVM[588].

Portanto, a mesma lógica informada para o diretor responsável pela ICVM 505 é aplicada para o diretor responsável pela ICVM 617, uma vez que a legislação e os precedentes da BSM e CVM não apontam para a montagem de sistemas infalíveis ou para a inexistência de irregularidades pontuais. Os deveres legais são voltados para implementação de regras e controles adequados para os negócios do intermediário e que sua funcionalidade seja checada e testada de maneira periódica, demonstrando a diligência do diretor em manter controles internos razoáveis e que evitem falhas reiteradas.

Analisando a jurisprudência da CVM, verifica-se o seguinte voto sobre o tema, proferido pelo Diretor Otavio Yazbek no âmbito do PAS n° 13/2005, julgado em 25 de junho de 2012[589]:

> É importante destacar que a responsabilidade de tais diretores, nos normativos que a estabelecem, de modo geral não corresponde a uma obrigação de resultado. Nesse sentido, eventual responsabilização dos "diretores responsáveis" deve passar pela não adoção de cuidados e esforços voltados ao cumprimento das regras dirigidas às instituições de que eles são responsáveis.

Nesse sentido, o cumprimento das regras de monitoramento pelo diretor responsável passa por adotar formas de monitorar os indícios de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo explícitos na ICVM 617. A forma dessa monitoração não está explícita na norma, podendo, assim, ser cumprida de vários modos como, por exemplo, uso de planilhas,

---

[588] Voto da Diretora da CVM Luciana Dias no julgamento do Processo Administrativo Sancionador n° 8/2004, realizado em 6 de dezembro de 2012. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2012/20121206_PAS_0804.pdf. Acesso em: 20 dez. 2020.

[589] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2012/20120625_1305.html. Acesso em: 15 mai. 2021.

softwares desenvolvidos para essa função, inclusive com sistemas mais sofisticados baseados em inteligência artificial. A escolha da ferramenta que auxiliará na monitoração depende do modelo de negócio, tamanho e sofisticação do intermediário, que deverá adaptar o seu sistema a realidade de clientes e de operações que são realizadas por seu intermédio.

Destaca-se que a BSM, com o intuito de auxiliar o mercado, realiza o compartilhamento de alertas[590] de sua monitoração para as situações relativas à indícios de transferência de recursos[591]. Este compartilhamento não é obrigatório, podendo o intermediário optar pelo não recebimento.

Dessa forma, a BSM fornece, aos intermediários que possuem autorização de acesso ao mercado de bolsa da B3, a opção de utilizarem os alertas gerados pela BSM para atendimento das situações previstas no artigo 20, inciso II, alínea "a" da ICVM 617[592]. Os alertas fornecidos aos intermediários são os mesmos alertas recebidos pela equipe de analistas da BSM.

Os alertas da BSM são enviados mensalmente aos intermediários. Após o recebimento do alerta, o intermediário deve encaminhar resposta à BSM informando o resultado da análise em relação ao alerta recebido e, se for o caso, as providências adotadas.

Os alertas gerados pela BSM não constituem, por si só, evidência de lavagem de dinheiro. Tratam-se de situações que, conforme informa a BSM, extrapolaram os limites previstos nas métricas utilizadas pela BSM para identificação de atipicidades.

Portanto, a análise feita pelo intermediário é relevante para a tomada de decisão de comunicação ou não ao COAF, bem como do registro dos elementos que justificam a decisão do intermediário.

A expectativa da BSM, conforme mencionada em seu comunicado, é que os intermediários que receberem seus alertas apresentem resposta que: (i) indique o resultado da análise dos alertas, que deve considerar as informações enviadas pela BSM e as informações disponíveis no intermediário a respeito dos clientes identificados nos alertas;

---

[590] As informações sobre o referido compartilhamento de alertas estão disponíveis em: https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/Rotina-PLDFT.pdf. Acesso em: 16 jun. 2021.

[591] O compartilhamento desse alerta específico foi escolhido pela BSM, segundo o seu comunicado, pois houve constatação, ao longo dos últimos anos, por meio de sua auditoria operacional, que esta situação de transferência de recursos apresentou o maior número de não conformidades. Na auditoria operacional de 2016, 86% dos intermediários não monitoravam ou monitoravam parcialmente essa situação.

[592] Art. 20. Para fins do disposto no inciso I do art. 11, da Lei nº 9.613, de 1998, as pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 3º devem, no limite de suas atribuições, monitorar continuamente todas as operações e situações, bem como observar as seguintes atipicidades, que podem, após detecção e respectiva análise, configurar indícios de LDFT: [...] II – situações relacionadas com operações cursadas no mercado de valores mobiliários, tais como: a) realizadas entre as mesmas partes ou em benefício das mesmas partes, nas quais haja seguidos ganhos ou perdas no que se refere a algum dos envolvidos.

(ii) no caso de operações que constituam indícios de lavagem de dinheiro, ocultação de bens, direitos ou valores, enviem evidência de comunicação ao COAF; e (iii) no caso de operações que, adicionalmente, constituam indícios de práticas abusivas previstas nas normas legais e regulamentares, coíbam as práticas consideradas abusivas e informem as providências adotadas.

A depender da análise do intermediário, a BSM poderá adotar os seguintes procedimentos, conforme exposto no comunicado:

Análise do alerta pela BSM	**Análise do alerta pelo intermediário**	**Procedimento que será adotado pela BSM**
Não há irregularidades	Não há irregularidades	Arquivamento
Não há irregularidades	Há irregularidades	Arquivamento e orientação ao intermediário, se necessário
Há irregularidades	Há irregularidades	Arquivamento se o intermediário adotou medidas compatíveis com a conclusão, caso contrário, abertura de investigação
Há irregularidades	Não há irregularidades	Abertura de investigação, caso a resposta do intermediário não afaste os indícios de irregularidade

Assim, verifica-se que o alerta compartilhado pela BSM é uma forma de auxílio aos intermediários para identificação de indícios de lavagem de dinheiro para as situações relativas à indícios de transferência de recursos. As corretoras e distribuidoras, por meio de seus diretores responsáveis, devem continuar monitorando todas as operações que realizam a intermediação para verificar os indícios de lavagem de dinheiro e tomar as medidas cabíveis.

4.3. Deveres na Pós-Negociação

Encerrada a fase da negociação, na qual o cliente teve sua ordem executada no mercado secundário de valores mobiliários, tem-se o início da fase de pós-negociação,

momento em que há o pagamento das cifras envolvidas nas operações, a transferência da titularidade do valor mobiliário e a guarda deste[593].

A B3, na qualidade de administradora de mercado organizado, possui em sua infraestrutura não só apenas os sistemas de negociação, como também os mecanismos e sistemas para se realizar a pós-negociação, atuando por meio da Câmara da B3[594-595] e da Depositária Central. Essas atividades têm o auxílio dos intermediários, sendo feitas de maneira eletrônica.

A Câmara da B3 e a Depositária Central não se relacionam com os investidores diretamente, mas apenas com seus participantes. Desta forma, os investidores não têm acesso direto à Câmara de compensação e liquidação da B3 e à Depositária Central, por isso contratam um agente de compensação e um agente de custódia para entregar garantias, receber ativos e recursos financeiros. Os agentes de compensação e de custódia podem ser os próprios intermediários com quem o investidor já possui relacionamento ou, se esse intermediário já utiliza um determinado agente de compensação ou de custódia, é oferecido ao cliente esse serviço na hora de sua contratação.

A pós-negociação engloba as atividades de confirmação[596], compensação, liquidação e custódia do valor mobiliário, sendo que a entidade que presta serviços de compensação e liquidação faz parte do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme artigo 15, inciso VII, da Lei 6385/76[597]. Ademais, a Câmara da B3 também integra o Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), nos termos do artigo 2°, da Lei nº 10.214, de 27 de março de

---

[593] Ou conforme Sofia Leite Borges e Catarina Tavares Loureiro: "A fase posterior à negociação de valores mobiliários envolve uma série de actos direccionados à transferência da propriedade dos valores mobiliários do vendedor para o comprador, contra o pagamento do preço respectivo. Esta fase pós-negociação reveste-se da maior importância, na medida em que consubstancia o momento da troca dos bens objecto de transacção entre o vendedor e o comprador, verdadeira expressão do comércio e do funcionamento do mercado". BORGES, Sofia Leite; LOUREIRO, Catarina Tavares. **Liquidação transfronteiriça de valores mobiliários: desenvolvimentos recentes no espaço europeu**. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n. 25, dez. de 2006. Disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b700412979094dd7be8fa98864fafd4aCadernosMVM25.pdf. Acesso em: 31 mar. 2021.

[594] Os normativos relacionados à atividade de pós-negociação na B3 estão disponíveis em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 31 mar. 2021.

[595] Conforme artigos 6° e 7° do Regulamento da Câmara da B3, esta realiza a aceitação, a compensação, a liquidação e a administração de risco de contraparte de operações que são realizadas em ambientes de negociação, assumindo posição de contraparte central.

[596] Nos termos do Regulamento da Câmara da B3, há também a fase de aceitação que ocorre de forma concomitante com a confirmação. Segundo o Glossário da B3, aceitação é: o "estágio inicial do processo de liquidação, por meio do qual a B3 torna-se contraparte central para fins de liquidação de operações pelo saldo líquido multilateral".

[597] Art. 15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: [...] VII - as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários.

2001 (Lei 10.214/2001)[598] e da Resolução nº 2.882, de 30 de agosto de 2001, elaborada pelo CMN (Resolução 2882/2001).

Com relação à importância da atividade de pós-negociação, vale citar a tradução feita por Valdir Carlos Pereira Filho das palavras de Peter Norman[599]:

> Não importa quão sofisticada e rápida seja a plataforma onde os valores mobiliários são negociados, nenhum mercado servirá aos seus propósitos sem uma estrutura que efetivamente complete a transferência dos valores mobiliários dos vendedores para os compradores e assegure o pagamento na direção contrária dos compradores para os vendedores. Todos os ambientes de negociação têm um interesse vital que a infraestrutura de liquidação seja rápida, eficiente e o com o melhor custo possível.

Todo o ciclo de pós-negociação na B3, ou seja, "a entrega e pagamento com o cumprimento das obrigações assumidas no contrato pactuado e concluído na fase de negociação"[600] leva o prazo de dois dias para ocorrer.

Antes de adentrar nos deveres que os intermediários possuem na pós-negociação, é importante mencionar a atividade exercida pela Câmara da B3 como contraparte central das operações, pois é em razão dessa função que se tem todo um arcabouço complexo de atividades e regras a serem seguidas, mas que garantem um funcionamento seguro do mercado secundário de valores mobiliários no Brasil.

4.3.1. Função da contraparte central de operações

Conforme expõe o artigo 4° da Lei 10.214/2001[601], quem presta serviços de compensação e de liquidação assumirá, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações.

---

[598] Art. 2° O sistema de pagamentos brasileiro de que trata esta Lei compreende as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas.

[599] Tradução de: "No matter how sophisticated or speedy the platform on which securities are traded, the market in question cannot serve its purpose without an apparatus that actually completes the transfer of securities from sellers to buyers and ensures payment flows in the other direction from buyers to sellers. All trading venues have a vital interest in a settlement infrastructure that is fast, efficient and as cost effective as possible". *In* PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle: NORMAN, Peter. **Plumbers and Visionaries: securities Settlement and Europe´s Financial Market**. Londres: John Wiley & Sons Ltd., 2007. p. 4.

[600] PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

[601] Art. 4° Nos sistemas em que o volume e a natureza dos negócios, a critério do Banco Central do Brasil, forem capazes de oferecer risco à solidez e ao normal funcionamento do sistema financeiro, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação assumirão, sem prejuízo de obrigações decorrentes de

Essa disposição obriga que a Câmara da B3, por prestar serviço de compensação e liquidação no âmbito do mercado de valores mobiliários, tenha que se interpor como contraparte central (*central counterparty* - CCP) de todos os negócios celebrados na fase de negociação[602].

Tal situação visa a mitigação do risco de crédito[603-604] que existe entre a fase de compensação e liquidação que, como informado anteriormente, tem a duração de dois dias. Além disso, a função de contraparte central elimina o fator desconfiança, já que, apesar do investidor fechar negócio com outro investidor, estes não precisam buscar garantias um dos outros, pois a contraparte central garantirá que quem vendeu receberá o dinheiro e quem comprou receberá o valor mobiliário.

A existência da contraparte central possibilita a compensação multilateral das obrigações, já que todas as partes dos negócios realizados possuem a mesma contraparte, possibilitando a apuração de um saldo final líquido devedor ou credor de ativos e de recursos financeiros em relação à própria contraparte central.

Ressalta-se que a B3, por meio da Câmara, não assume sozinha todo o risco de crédito de todas as operações que ocorrem em seu ambiente, para tanto, e com base no Regulamento da Câmara da B3, há salvaguardas que trazem toda uma cadeia de responsabilidade sobre o adimplemento dos negócios executados no mercado secundário, na qual, em última instância, é o próprio intermediário que assume o risco de crédito de seu cliente para o adimplemento de suas obrigações, conforme mencionado.

Nesse sentido, a Câmara da B3 utiliza-se de "chamadas de margem" para que os participantes da cadeia de responsabilidade aportem recursos adequados para que possam

---

lei, regulamento ou contrato, em relação a cada participante, a posição de parte contratante, para fins de liquidação das obrigações, realizada por intermédio da câmara ou prestador de serviços.

[602] A atividade de contraparte central é ligada diretamente à atividade de negociação no mercado organizado de bolsa de valores já que, no mercado de balcão organizado, há negócios que são realizados sem a presença da contraparte central.

[603] Conforme Valdir Carlos Pereira Filho, o risco de crédito "consiste no risco de perda pelo inadimplemento contratual da contraparte. O risco de crédito se manifesta de duas formas, dependendo do momento em que ocorre o inadimplemento, podendo ser o risco de ganho esperado não realizado ou risco de principal. O risco de ganho esperado não realizado consiste no risco da parte solvente e adimplente ter perda para conseguir refazer o negócio original com outra contraparte devido ao inadimplemento da contraparte original. Assim, antes da efetiva liquidação, se uma contraparte se tornar insolvente ou inadimplente a outra parte deverá buscar terceiro no mercado, ao preço atual de mercado, para conseguir que o negócio originalmente pactuado se concretize e isto poderá trazer prejuízo e frustrar o ganho esperado na operação original. Já o risco de principal se materializa quando há efetiva entrega de ativos sem o correspondente pagamento ou o pagamento sem a correspondente entrega dos ativos. Tal risco se dá na frustração da liquidação em si na data de liquidação. A mitigação destes riscos é possível com a redução do intervalo de liquidação, o uso de contraparte central e de estruturas adequadas de Entrega contra Pagamento". *In* PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

[604] Existem outros riscos nesse mesmo contexto, como o de liquidez, operacional, legal e sistêmico. Porém, para a análise feita nesta dissertação, o principal risco a ser tratado é de crédito.

garantir a liquidação das operações intermediadas, sem utilizar de garantias lá depositadas. Como explica Thiago Saddi Tannous: "as 'chamadas de margem', que também têm a finalidade de mitigar riscos sistêmicos, são calculadas especialmente com base na exposição do participante a operações com determinado ativo e ao risco delas decorrentes"[605].

Desta forma, a cadeia de responsabilidades da Câmara da B3 na pós-negociação é formada pela própria Câmara, pelos Membros de Compensação[606], pelos Participantes de Negociação Pleno, pelos Participantes de Negociação e pelos comitentes em última instância[607].

Caso haja falha de toda a cadeia, a Câmara assume o risco de crédito, executando garantias existentes para tanto.

Verificado o papel relevante desenvolvido pela Câmara da B3 na pós-negociação, como contraparte central, passa-se à análise das etapas que acontecem nessa fase do ciclo de negociação, apontando os deveres que cabem aos intermediários.

4.3.2. Confirmação e aceitação

A fase de confirmação ocorre logo após a conclusão de um negócio. Executada a operação no sistema de negociação da B3, passa-se à confirmação do ativo objeto, preço, quantidade, partes e prazo. Em razão da automatização dos sistemas da B3, a confirmação acaba sendo imediata após o registro da execução do negócio.

Assim, conforme explica Valdir Carlos Pereira Filho, "não há uma etapa distinta, estanque, que ocorre após a negociação e antes do ciclo de pós-negociação se iniciar, já que

---

[605] TANNOUS. Thiago Saddi. *In* CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76.** São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 364.

[606] O membro de compensação compreende as instituições responsáveis como contraparte, perante seus clientes e a Câmara, pela liquidação e pela prestação de garantias referentes às operações próprias e/ou de seus clientes. São elegíveis a membro de compensação as corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, bancos de investimento, bancos comerciais e bancos múltiplos. Definição disposta no site da B3: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/participantes/clearing/tipos-de-participantes/membros-de-compensacao-mc.htm. Acesso em: 31 mar. 2021.

[607] Na cadeia de responsabilidade também se encontra a figura do Participante de Liquidação. Este aparece na relação apenas quando se tratar do mercado de empréstimo de ativos, conforme artigo 27 do Regulamento da Câmara da B3: "O participante de liquidação é um participante detentor de autorização de acesso para atuar no processo de compensação e liquidação, com acesso direto ao ambiente de contratação empréstimo e sem acesso direto ao ambiente de negociação administrado pela B3, devendo receber, via repasse, as operações realizadas no referido ambiente de negociação, e assumindo a responsabilidade pela liquidação de operações próprias e de terceiros, devendo atuar como ou utilizar serviços de um membro de compensação, com quem deve manter contrato, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3".

a plataforma onde o negócio foi realizado transmite os dados diretamente da operação já confirmada"[608].

Pari passu à confirmação, temos a etapa da aceitação, no qual o negócio é aceito pela Câmara da B3 para que esta se torne a contraparte central no negócio, disparando mensagens eletrônicas para todos os membros da cadeia de pós-negociação (membros de compensação, participantes de negociação plenos e participantes de liquidação)[609].

Porém, há situações excepcionais em que a Câmara pode reverter a aceitação. Tais situações estão descritas no artigo 50 do Regulamento da Câmara da B3, quais sejam: I - quando a operação for cancelada pela B3 no âmbito do ambiente de negociação, nos termos do regulamento e do manual de procedimentos operacionais de referido ambiente; II - quando ocorrer fraude ou violação da legislação e das normas em vigor, a critério do Diretor Presidente da B3; e/ou III - por determinação dos órgãos reguladores ou do poder judiciário.

Em decorrência da aceitação da operação e não havendo a reversão, a Câmara da B3 assume a posição de contraparte central, para fins de liquidação do negócio pelo saldo líquido multilateral, exclusivamente perante os membros de compensação[610] e inicia-se o processo de compensação.

4.3.3. Compensação

A palavra compensação, utilizada no contexto da pós-negociação do mercado secundário de valores mobiliários, advém do termo em inglês *clearing*, que em sentido estrito significa o cálculo (créditos menos débitos) dos direitos e obrigações das contrapartes nos negócios com valores mobiliários no mercado secundário. Esse significado encontra-se, inclusive, no Glossário da B3.

Por outro lado, como aponta Valdir Carlos Pereira Filho, a palavra *clearing* também possui uma acepção mais ampla, que "consiste na administração de risco anterior à efetiva

---

[608] PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

[609] Artigo 47, parágrafo único do Regulamento da Câmara da B3: "As operações para as quais a câmara atua como contraparte central, realizadas no ambiente de negociação administrado pela B3, são consideradas aceitas pela câmara no momento do fechamento do negócio (matching), ressalvado o disposto no artigo 50. Parágrafo único. Os negócios fechados no ambiente de negociação e aceitos pela câmara são informados aos membros de compensação, participantes de negociação plenos e participantes de liquidação por meio de mensagens eletrônicas e consultas eletrônicas, conforme o disposto no manual de procedimentos operacionais da câmara".

[610] Artigo 45 do Regulamento da Câmara da B3: "Em decorrência da aceitação de operações, a B3 assume a posição de contraparte central, para fins de liquidação de operações pelo saldo líquido multilateral, exclusivamente perante os membros de compensação".

liquidação a fim de assegurar que a liquidação ocorra de acordo com as regras de mercado mesmo se uma das partes se tornar insolvente ou inadimplente antes da liquidação"[611].

Assim, sob o termo *clearing* estão as atividades de administração de riscos entre o intervalo da compensação e da liquidação, ou seja, processo que se desenvolve após a celebração do negócio (finda a fase de negociação) e antes da liquidação e que tem por objetivo administrar os riscos que surgem no referido intervalo.

Portanto, nessa fase de compensação, realiza-se os cálculos dos créditos e débitos dos investidores e procede-se com a administração dos riscos de crédito existentes, com a solicitação, verificação e execução de garantias.

Conforme artigo 60 do Regulamento da Câmara da B3[612], na fase de compensação, a Câmara apura, para cada data de liquidação, os saldos líquidos multilaterais[613] dos membros de compensação, dos participantes de negociação plenos, dos participantes de liquidação e dos comitentes, por meio da compensação das obrigações e dos direitos decorrentes das operações realizadas e das posições em aberto.

Esse cálculo em relação ao investidor é feito de forma concentrada para cada intermediário que o cliente tem conta e opera. Assim, não se misturam créditos e débitos de operações feitas pelo investidor em diferentes intermediários[614]. Isso ocorre em razão da administração dos riscos e das chamadas de garantia, que são feitas pelos intermediários diretamente com seus clientes e por conta da responsabilidade que o intermediário tem, que está limitada às operações que seus clientes realizam[615].

Nesta etapa da compensação, os intermediários que se habilitarem para tanto, irão desempenhar o papel de agente de compensação, auxiliando a Câmara da B3 no gerenciamento de riscos para mitigar eventuais inadimplências, uma vez que responderão

---

[611] PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

[612] Art. 60 A câmara apura, para cada data de liquidação, os saldos líquidos multilaterais dos membros de compensação, dos participantes de negociação plenos, dos participantes de liquidação e dos comitentes, por meio da compensação das obrigações e dos direitos decorrentes das operações realizadas e das posições em aberto.

[613] Conforme Glossário da B3, saldo líquido multilateral é o "valor resultante da compensação multilateral das obrigações das contrapartes, obtido por meio da soma dos respectivos saldos líquidos bilaterais, e devido pelo participante à câmara ou por esta ao participante em cada data de liquidação, em ativos, derivativos, moeda estrangeira e moeda nacional".

[614] Conforme artigo 61, §2°: "Os saldos líquidos multilaterais dos comitentes que possuem operações registradas sob diferentes participantes de negociação plenos, participantes de liquidação, participantes de negociação e membros de compensação são calculados de forma segregada em relação a cada combinação entre participante de negociação pleno, participante de liquidação, participante de negociação e membro de compensação".

[615] No futuro, com a ideia de *open finance*, pode ser que isso mude e crie-se a possibilidade de realizar a compensação e liquidação de modo a abranger todos os negócios feitos pelo investidor por meio de todos os intermediários em que atuou.

pelas operações de seus clientes e pelos negócios executados pela carteira própria perante a Câmara.

Isto obriga os intermediários que forem agentes de compensação a depositarem garantias junto à B3 para cobrir os riscos das posições dos negócios em que realiza a intermediação.

Este fenômeno é denominado de cadeia de responsabilidades, pelo qual a Câmara garante a liquidação das obrigações de um agente de compensação em relação aos demais. E, como mencionado anteriormente, o Membro de Compensação garante as obrigações dos PN e PNP, que, por fim, garantirão dos clientes.

Assim, nesta fase do ciclo de negociação de valores mobiliários, destaca-se o papel desempenhado pelo intermediário nesta gestão de risco das operações e posições de seus clientes, para que não afetem o sistema, minimizando situações de risco de crédito e de risco sistêmico. Sendo que as "chamadas de margem", mencionadas anteriormente, são tratadas nesse contexto[616-617].

Por fim, feitos os cálculos de créditos e débitos pela Câmara, esta informa os membros de compensação e os intermediários sobre os respectivos saldos líquidos multilaterais a serem liquidados[618].

4.3.4. Liquidação

Realizada a compensação, inicia-se a fase de liquidação, na qual as partes devem entregar o valor mobiliário, ocorrendo o pagamento em contrapartida e, por fim, há a transferência do valor mobiliário do vendedor para o comprador[619].

---

[616] Conforme item 93 do Roteiro Básico, o intermediário deve informar e monitorar as obrigações dos clientes, visando à liquidação das operações e ao atendimento das chamadas de margem dentro do prazo estabelecido.

[617] Anteriormente ao atendimento das chamadas de margem nas fases de compensação e de liquidação das operações, o que ocorre durante a pós-negociação, os intermediários têm o dever de manter procedimentos para o estabelecimento de limites operacionais e de exposição e gerenciamento de risco de cada Cliente, conforme item 89 do Roteiro Básico. Tais limites operacionais e gerenciamento de risco ocorrem na pré-negociação e durante as negociações, cada um com a sua característica e maneira de ser feito, conforme dispõem os itens 90 e 97 do Roteiro Básico. Esses limites, por atuarem na fase prévia a pós-negociação ajudam na mitigação do risco de crédito existente nesse momento, pois evitam que o cliente tenha exposição além dos limites e garantias impostas pelo intermediário.

[618] Artigo 62 do Regulamento da Câmara: "A câmara informa aos participantes os respectivos saldos líquidos multilaterais a serem liquidados, de acordo com o disposto no manual de procedimentos operacionais da câmara".

[619] Nas palavras de Valdir Carlos Pereira Filho, na fase de liquidação "deve-se compreender a transferência de propriedade sobre valores mobiliários a fim de cumprir as obrigações contratuais pactuadas contra o correspondente pagamento". *In* PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

Em termos jurídicos, a fase de liquidação, nas palavras de Valdir Carlos Pereira Filho, compreende:

> [...] o momento em que se confere efetiva propriedade sobre os valores mobiliários objeto de um negócio e por ser o momento do efetivo adimplemento contratual. Durante o intervalo de liquidação, período compreendido entre a celebração do negócio e a liquidação propriamente dita, as partes têm direitos de natureza contratual. Após a liquidação, as partes possuem direito de natureza real, já que o comprador passa a ser legítimo proprietário dos valores mobiliários e o vendedor do preço recebido. A liquidação implica o cumprimento (adimplemento) das obrigações contratuais com transformação do direito contratual (logo de natureza pessoal) em direito de propriedade (logo direito real ou de propriedade). Da efetiva liquidação, por haver cumprimento contratual e aquisição de direito de propriedade, cessam os riscos que são administrados na fase de pós-negociação pelas atividades de *clearing*.

Portanto, após o período de dois dias, é feito, no mesmo momento, a entrega do ativo e o recebimento do valor aos clientes. Esse rito segue a sequência constante dos artigos 63 a 68 do Regulamento da Câmara da B3[620].

Na fase de liquidação, o intermediário que assume o papel de membro de compensação é responsável por (i) liquidar, perante a câmara, na forma e nos prazos por esta estabelecidos, as obrigações decorrentes das operações atribuídas ao membro de compensação e aos demais participantes que utilizam os seus serviços de compensação e liquidação; e (ii) liquidar as obrigações assumidas perante os participantes de negociação

[620] Art. 63 A liquidação do saldo líquido multilateral em moeda nacional entre os membros de compensação e a câmara é realizada mediante pagamentos e recebimentos, durante a janela de liquidação, por meio do STR, nas contas de Liquidação ou contas Reservas Bancárias dos liquidantes, conforme o caso, e na conta de liquidação da câmara, segundo os horários e procedimentos estabelecidos no manual de procedimentos operacionais da câmara, observadas a legislação e regulamentação em vigor. Art. 64 A obrigação de pagamento do membro de compensação perante a câmara é considerada extinta quando o BCB confirma a realização do crédito, pelo membro de compensação, do saldo devido na conta de liquidação da câmara no STR. Art. 65 A obrigação de pagamento da câmara perante o membro de compensação é considerada extinta quando o BCB confirma a realização do débito na conta de liquidação da câmara no STR e do crédito na conta Reservas Bancárias ou conta de Liquidação, conforme o caso, do liquidante do membro de compensação. Art. 66 A liquidação do saldo líquido multilateral em moeda nacional entre (a) participantes de negociação plenos, participantes de liquidação e (b) membros de compensação é efetivada em cada data de liquidação, diretamente entre os participantes, na forma por eles estabelecida, observada a grade de horários de liquidação entre participantes estabelecida no manual de procedimentos operacionais da câmara, observadas a legislação e regulamentação em vigor. Art. 67 A liquidação do saldo líquido multilateral em moeda nacional entre (a) participantes de negociação plenos e (b) participantes de negociação é efetivada em cada data de liquidação, diretamente entre os participantes, na forma por eles estabelecida, observada a grade de horários de liquidação entre participantes estabelecida no manual de procedimentos operacionais da câmara, observadas a legislação e regulamentação em vigor. Art. 68 A liquidação do saldo líquido multilateral em moeda nacional entre (a) participantes de negociação plenos, participantes de liquidação, participantes de negociação e (b) comitentes é efetivada em cada data de liquidação, diretamente entre os participantes, na forma por eles estabelecida, observada a grade de horários de liquidação entre participantes estabelecida no manual de procedimentos operacionais da câmara, observadas a legislação e regulamentação em vigor.

plenos e participantes de liquidação que utilizam os seus serviços de compensação e liquidação[621].

Nesse momento, surge um novo participante no processo de pós-negociação. Trata-se do liquidante[622], que pode ser o próprio membro de compensação ou pode ser contratado por este.

O liquidante atuará para movimentar recursos financeiros perante a Câmara, que inclui efetuar e receber pagamentos, em nome do membro de compensação, conforme dispõem os artigos 17 e 21 do Regulamento da Câmara[623].

Feita a liquidação pelo membro de compensação perante a Câmara, passa-se para as obrigações do participante de negociação pleno, que deve: (i) liquidar, perante o membro de compensação, na forma, no valor e nos prazos estabelecidos, as obrigações decorrentes das operações atribuídas ao participante de negociação pleno e aos comitentes a ele vinculados, diretamente ou por intermédio de participante de negociação; e (ii) liquidar as obrigações assumidas perante os participantes de negociação e comitentes a ele vinculados[624].

Posteriormente, caso o cliente seja vinculado a um intermediário que somente tem acesso como participante de negociação, operando, assim, por meio de um participante de negociação pleno, a liquidação também passará por este indivíduo, que possui as seguintes responsabilidades, nos termos do artigo 34 do Regulamento da Câmara[625]: (i) liquidar,

---

[621] Conforme artigo 16 do Regulamento da Câmara.

[622] Segundo o Glossário da B3, o liquidante é: "participante que utiliza sua conta Reservas Bancárias ou conta de Liquidação para efetuar ou receber os pagamentos referentes ao processo de liquidação".

[623] Art. 17 Para movimentação de recursos financeiros perante a câmara, que inclui efetuar e receber pagamentos, o membro de compensação deve ser ou contratar liquidante.
Art. 21 O liquidante é o participante que utiliza sua conta Reservas Bancárias ou conta de Liquidação para efetuar ou receber os pagamentos referentes aos processos de liquidação dos membros de compensação com a câmara, observados os termos e os requisitos estabelecidos no regulamento e no manual de acesso da B3.

[624] Conforme artigo 26 do Regulamento da Câmara.

[625] Art. 34 O participante de negociação é responsável por: I - liquidar, perante o participante de negociação pleno, na forma, no valor e nos prazos estabelecidos, as obrigações decorrentes das operações atribuídas ao participante de negociação e aos comitentes a ele vinculados, nos termos deste regulamento e dos manuais de procedimentos operacionais e de administração de risco da câmara; II - liquidar as obrigações assumidas perante os comitentes a ele vinculados, nos termos deste regulamento e dos manuais de procedimentos operacionais e de administração de risco da câmara; III - efetuar, na forma, no valor e nos prazos estabelecidos, o depósito de garantias exigidas pelo participante de negociação pleno, membro de compensação e pela câmara, nos termos deste regulamento e dos manuais de procedimentos operacionais e de administração de risco da câmara; IV - responsabilizar-se pela autenticidade e legitimidade das garantias, dos ativos e dos documentos entregues à câmara, diretamente ou por comitentes a ele vinculados, assim como pelo risco de crédito da emissão e pelo aperfeiçoamento e exequibilidade das garantias; V - respeitar os limites operacionais estabelecidos pelo participante de negociação pleno, pelo membro de compensação e pela câmara; e VI - prestar as informações exigidas e seguir os procedimentos estabelecidos pela B3 em seus regulamentos, manuais, ofícios circulares e comunicados externos. Parágrafo único. O participante de negociação permanece responsável pelas obrigações assumidas perante o participante de negociação pleno, o membro de compensação e a câmara, mesmo em caso de falha ou incapacidade de pagamento e de entrega dos comitentes a ele vinculados.

perante o participante de negociação pleno, na forma, no valor e nos prazos estabelecidos, as obrigações decorrentes das operações atribuídas ao participante de negociação e aos comitentes a ele vinculados; e (ii) liquidar as obrigações assumidas perante os comitentes a ele vinculados.

Por fim, os comitentes, que deram as ordens para a realização das operações e que movimentaram todo o sistema de pós-negociação, tem o dever de liquidar, perante o participante de negociação pleno, participante de liquidação e participante de negociação, conforme o caso, na forma, no valor e nos prazos estabelecidos, as obrigações decorrentes das operações a ele atribuídas, sendo que ao final recebem os valores devidos a ele pelas vendas efetuadas e adquire a propriedade dos valores mobiliários comprados[626].

Desta forma, completa-se o ciclo de liquidação. Porém, eventualmente, pode ser que algum membro da cadeia de responsabilidade apresente alguma falha no momento da liquidação, que será coberto por outro participante, conforme mencionado anteriormente. Mas essa falha deve ser comunicada pelo participante para os membros da cadeia acima dele, principalmente para a Câmara.

A falha por falta de pagamento ou pagamento parcial dos recursos financeiros devidos, ou a não transferência ou a transferência de quantidade insuficiente de ativos que o participante deva entregar, possui como consequência a utilização de garantias entregues pelo intermediário ou pelo cliente para cobrir essas falhas e a aplicação de multa.

Portanto, os intermediários devem se atentar para a fase de liquidação para que não haja problemas de falta de pagamento ou de entrega do valor mobiliário, possuindo controles e realizando ações para que seus clientes cumpram com essas obrigações para que não recaia ao próprio intermediário a realização, em nome do cliente, tais deveres.

Após a liquidação financeira e a transferências dos valores mobiliários, estas situações devem ser refletidas na conta que o cliente mantém perante o intermediário.

Em relação às informações financeiras, o intermediário deve manter registro de todas as movimentações de seus clientes em contas correntes gráficas, que não podem ser movimentadas por cheques, conforme item 57 do Roteiro Básico[627].

Além disso, o intermediário deve atualizar diariamente e manter à disposição de seus clientes informações atualizadas sobre as operações realizadas, detalhando, no mínimo: 1.

---

[626] Conforme artigo 34 do Regulamento da Câmara.

[627] Item 57. O Participante deve manter registro de todas as movimentações financeiras de seus Clientes em contas-correntes gráficas que não podem ser movimentadas por cheques. Os históricos dos lançamentos registrados em contas-correntes gráficas devem identificar os respectivos eventos.

especificação do ativo; 2. natureza da ordem (compra ou venda); 3. modalidade de operação (mercado à vista, a termo, de opções, futuro, dentre outros); 4. quantidade; 5. preço; 6. data do pregão; 7. taxa de corretagem, emolumentos e demais taxas cobradas; 8. imposto de renda retido na fonte; 9. posição em todos os mercados administrados pela B3; e 10. extrato de conta-corrente gráfica, inclusive da conta margem[628], contendo todos os lançamentos a crédito e a débito, inclusive os projetados, nos termos do item 56 do Roteiro Básico[629].

Por fim, os pagamentos que o intermediário deve fazer aos seus clientes, bem como o pagamento que os clientes devem fazer ao intermediário, somente podem ocorrer por meio de transferência bancária ou cheque de titularidade do pagante, para evitar infrações às regras que tratam da prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

4.3.5. Custódia e Depósito

Após feita a compensação e a liquidação dos negócios, ocorre o procedimento de custódia e depósito do valor mobiliário. Todos os procedimentos nessa fase de pós-negociação são feitos praticamente de forma concomitante, por conta de o processo ser todo eletrônico. Assim, feitos os cálculos da compensação, a liquidação, a custódia e o depósito são consequências lógicas.

A B3, por meio de sua Depositária Central, realiza atividades de guarda centralizada de ativos, tratamento dos eventos deliberados pelos emissores, ônus e gravames incidentes sobre os valores mobiliários, conciliação periódica dos saldos e movimentações, entre outras.

É na fase do depósito em que ocorrem as transferências de titularidade dos valores mobiliários.

---

[628] Conta margem é aquela regulada pela Instrução CVM n° 51/1986 (ICVM 51), em que há a possibilidade de o intermediário conceder financiamento ao cliente para a compra de ações no mercado à vista de companhias listadas em bolsa, sendo que o cliente precisa depositar garantias que representem, no mínimo, 140% do valor do financiamento, o que pode incluir as próprias ações adquiridas. Para fins de registro dos financiamentos concedidos, a corretora ou distribuidora abrirá uma conta corrente especial em nome de cada financiado, nela registrando todos os efeitos da operação.
A ICVM 51 foi revogada pela Resolução CVM n° 35, que entra em vigor em 1° de julho de 2021.

[629] Item 56. O Participante deve atualizar diariamente e manter à disposição de seus Clientes informações atualizadas sobre as operações realizadas, detalhando, no mínimo: 56.1. especificação do Ativo; 56.2. natureza da Ordem (compra ou venda); 56.3. modalidade de operação (mercado a vista, a termo, de opções, futuro, dentre outros); 56.4. quantidade; 56.5. preço; 56.6. data do pregão; 56.7. taxa de corretagem, emolumentos e demais taxas cobradas; 56.8. imposto de renda retido na fonte; 56.9. Posição em todos os mercados administrados pela B3; e 56.10. extrato de conta-corrente gráfica, inclusive da conta margem, contendo todos os lançamentos a crédito e a débito, inclusive os projetados.

Sobre a importância da depositária central, verifica-se o ensinamento de Valdir Carlos Pereira Filho[630]:

> Os depositários centrais, no mercado de capitais, prestam serviços de prover registro de propriedade sobre valores mobiliários e sua consequente transferência, com o objetivo de facilitar a liquidação sem uso ou trânsito de papéis. A importância dos depositários centrais é tão grande que eles passaram a ser regulados pelas autoridades de mercado de diversos países, já que seu funcionamento eficiente é vital para a solidez do mercado de capitais e, se não corretamente administrados ou não exercerem suas atividades de forma adequada, são um foco de risco sistêmico resultante, entre outros, de fraudes, duplicidade de ativos registrados, transferências não autorizadas. A desmaterialização [do valor mobiliário, transformando-o em escritural] trouxe mais relevância para a regulação das atividades de depositário central, pois assumem o papel único e fundamental de guardarem os ativos desmaterializados que nascem em seus registros e, então, são o substrato essencial para os sistemas de liquidação de valores mobiliários[631].

Ao intermediário, na função de custodiante[632], caberá controlar e fazer com que os valores mobiliários sejam devidamente registrados na titularidade de seus clientes onde devam estar registrados (no escriturador[633] ou em um depositário central), fiscalizando para que a quantidade não seja alterada indevidamente, a fim de que seu cliente sempre possa receber seus valores mobiliários e tê-los disponíveis.

Ao se utilizar um modelo de depositário central, no livro de registro eletrônico controlado pelo escriturador, é a central depositária quem assume a titularidade fiduciária das ações negociadas em mercado. Esse tipo de registro, no entanto, assegura que a central depositária não tenha direito de propriedade sobre os ativos mantidos sob sua guarda.

A partir desse formato, é a central depositária quem controla a lista dos acionistas que operam em mercados organizados, em uma estrutura de contas individualizadas em nome dos investidores finais, enviando informações para esses sobre a posição consolidada

---

630 PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

631 "Vale mencionar que pode haver ativos desmaterializados registrados diretamente no sistema de liquidação de valores mobiliários sem se valer de depositário central. Entretanto, em diversos casos, mesmo em casos de desmaterialização, se usa o depositário central, ou seja, na emissão o registro da titularidade é feito no depositário central e, então, o sistema de liquidação de valores mobiliários cria as contas para transferências posteriores. Apesar de não haver imobilização, o depositário central pode dar lastro para o sistema de liquidação de valores mobiliários mesmo em situações de desmaterialização completa". *In* PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

632 Para prestar o serviço de custodiante, o intermediário deve solicitar autorização para a CVM, conforme artigo 1°, da ICVM 542 (corresponde ao artigo 2°, da Resolução CVM n° 32).

633 A atividade de escriturador é regida pela Instrução CVM n° 543/2013, que foi substituída pela Resolução CVM n° 33/2021.

de valores mobiliários, as movimentações ocorridas e os eventos que afetam a posição do investidor, conforme artigos 26 e 32 da ICVM 541[634-635].

A qualquer momento, os investidores podem solicitar a retirada de suas ações da central depositária, transferindo-as para a responsabilidade do escriturador. Isso também ocorre quando o emissor do valor mobiliário deixa de negociá-lo nos mercados organizados.

Os intermediários, neste momento do ciclo, participam dele na qualidade de custodiantes[636], sendo o elo entre a Central Depositária e os investidores, cabendo ao intermediário manter estrutura de contas de custódia individualizadas em nome dos clientes, a fim de assegurar as completas segregação e identificação da titularidade dos valores mobiliários custodiados, observando sigilo quanto às posições pertencentes a cada cliente, nos termos do item 73 do Roteiro Básico[637].

São os custodiantes que tem autorização para movimentar os valores mobiliários dos seus clientes na Central Depositária, por meio das ordens emitidas pelos investidores. Qualquer ordem de venda, transferência, depósito ou retirada de ações da Central depositária é realizada por intermédio do custodiante[638].

O custodiante administra os eventos corporativos realizados na conta do investidor na Central Depositária, nos termos do item 75 do Roteiro Básico[639], o que inclui o voto a distância. Assim, quando uma companhia distribui dividendos, por exemplo, o investidor irá recebê-los diretamente em sua conta no custodiante.

---

[634] Art. 26. O depósito centralizado se constitui com a transferência da titularidade fiduciária do valor mobiliário, para fins de prestação dos serviços de depósito centralizado, na forma do regulamento do depositário central.
Parágrafo único. Os valores mobiliários mantidos em titularidade fiduciária no depositário central não integram o patrimônio geral ou patrimônios especiais eventualmente detidos pelo depositário central e devem permanecer registrados em conta de depósito em nome do investidor.
Art. 32. Os valores mobiliários devem ser mantidos pelo depositário central em contas de depósito individualizadas por investidor e movimentáveis a partir de crédito ou débito.

[635] O artigo 26, da ICVM 541, corresponde ao artigo 27, da Resolução CVM n° 31. O artigo 32, da ICVM 541, corresponde ao artigo 33, da Resolução CVM n° 31.

[636] A atividade de custódia é regida pela Instrução CVM n° 542/2013 (ICVM 542), que foi revogada pela Resolução CVM n° 32, que entrou em vigor em 1° de junho de 2021.

[637] Item 73. O Participante deve manter estrutura de contas de custódia individualizadas em nome dos Clientes, a fim de assegurar as completas segregação e identificação da titularidade dos Ativos custodiados, observando sigilo quanto às posições pertencentes a cada Cliente, na forma da regulamentação vigente.

[638] De acordo com o artigo 1°, §2°, da ICVM 542 (correspondente ao artigo 2°, §2°, da Resolução CVM n° 32), são atividades do custodiante para investidores: "a) a conservação, o controle e a conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor; b) o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos investidores ou de pessoas legitimadas por contrato ou mandato; e c) o tratamento dos eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados".

[639] 75. O Participante deve praticar todos os atos necessários para o processamento dos eventos corporativos, incluindo voto a distância, relativos aos Ativos de Clientes mantidos em sua custódia.

Essas instituições também assumem obrigações relacionadas à divulgação de informações e devem disponibilizar aos seus clientes, periodicamente ou quando solicitado, a posição consolidada de sua conta de custódia, as movimentações e eventos ocorridos.

É também o custodiante que tem a responsabilidade de efetuar e manter o cadastro do investidor e providenciar as alterações solicitadas por seus clientes na Central Depositária da B3.

Portanto, cabe ao intermediário, na função de custodiante, agir na medida em que recebe ordens do cliente e refletir as informações da depositária central para seus clientes, devendo apresentar de forma atualizada tais informações[640], para que não haja uma indução a erro na leitura desses fatos pelos clientes no momento em que for realizar qualquer negociação[641], uma vez que o custodiante deve realizar conciliação diária entre as posições mantidas nas contas de custódia e aquelas fornecidas pela Central Depositária, assegurando que os valores mobiliários custodiados e os direitos provenientes desses valores mobiliários estejam registrados em nome do cliente junto à Central Depositária e os saldos das contas de custódia devem refletir as posições registradas perante a Central Depositária, nos termos dos itens 81 e 82 do Roteiro Básico.

O custodiante também deve disponibilizar ou enviar aos investidores, conforme o caso, até o 10º dia do mês seguinte ao término do mês em que ocorrer movimentação, informações que permitam a identificação e a verificação dos eventos ocorridos com os valores mobiliários, contendo, no mínimo, a posição consolidada de valores mobiliários, sua movimentação e os eventos que afetem a posição do investidor (artigo 13, §1°, da ICVM 542[642-643]).

Como todas essas informações do custodiante são guardadas de forma eletrônica, cabe a ele garantir a segurança física de seus equipamentos e instalações, com o

---

[640] Para tanto, o custodiante deve realizar conciliação diária entre as posições mantidas nas contas de custódia e aquelas fornecidas pelo depositário central, assegurando que os valores mobiliários custodiados e os direitos provenientes destes valores mobiliários estejam registrados em nome do investidor junto ao depositário central.
[641] Exemplo de descumprimento desse dever de informar o cliente sobre sua posição de custódia atualizada, que, inclusive, induziu o cliente a erro em operações futuras, ocorreu no processo n° 19957.010972/2017-98, decidido pelo Colegiado da CVM em 21 de janeiro de 2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200121_R1/20200121_D1663.html. Acesso em: 15 nov. 2020.
[642] Art. 13. O custodiante que prestar serviços para investidores deve disponibilizar ou enviar, conforme o caso, aos investidores informações que permitam a identificação e a verificação dos eventos ocorridos com os valores mobiliários, contendo, no mínimo, a posição consolidada de valores mobiliários, sua movimentação e os eventos que afetem a posição do investidor. §1º As informações previstas no caput devem ser disponibilizadas ou enviadas, conforme o caso, até o 10º (décimo) dia do mês seguinte ao término do mês em que ocorrer movimentação.
[643] Corresponde ao artigo 14, §1°, da Resolução CVM n° 32, que substituiu a ICVM 542, que entrou em vigor em 1° de junho de 2021.

estabelecimento de normas de segurança de dados e informações que os protejam de acesso de pessoal não autorizado e implementar e manter atualizado plano de contingência que assegure a continuidade de negócios e a prestação dos serviços (artigo 12, da ICVM 542[644-645]).

Ademais, os registros e os documentos relativos às atividades de custódia devem ser mantidos pelo custodiante pelo prazo mínimo de 5 anos, a contar da data de realização da operação ou por prazo superior, em caso de processo administrativo, quando determinado pela CVM, pela B3 ou pela BSM, nos termos do artigo 23, da ICVM 542[646-647] e do item 87 do Roteiro Básico[648], além de manter segregada as atividades de custódia das atividades de administração de recursos e das mesas de operações, conforme dever do artigo 12, da ICVM 542[649] e item 88 do Roteiro Básico[650].

Para o cumprimento desses deveres, é obrigatório que o custodiante possua regras adequadas e eficazes, além de procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia dessas regras. Sendo que tais regras devem ser

[644] Art. 12. O custodiante deve: I – exercer suas atividades com boa-fé, diligência e lealdade em relação aos interesses dos investidores, sendo vedado privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas; II – tomar todas as medidas necessárias para a identificação da titularidade dos valores mobiliários, para a garantia de sua integridade e para a certeza sobre a origem das instruções recebidas; III – zelar pela boa guarda e pela regular movimentação dos valores mobiliários mantidos em custódia, conforme as instruções recebidas, e pelo adequado processamento dos eventos a eles relativos, mediante a implementação de sistemas de execução e de controle eletrônico e documental; IV – promover os atos necessários ao registro de gravames ou de direitos sobre valores mobiliários custodiados, tomando todas as medidas necessárias para a sua adequada formalização; V – assegurar, de forma permanente, a qualidade de seus processos e sistemas informatizados, mensurando e mantendo registro dos acessos, erros, incidentes e interrupções em suas operações; VI – garantir a segurança física de seus equipamentos e instalações, com o estabelecimento de normas de segurança de dados e informações que os protejam de acesso de pessoal não autorizado; VII – dispor de recursos humanos suficientes e tecnicamente capazes de realizar os processos e operar os sistemas envolvidos na prestação dos serviços de custódia; VIII – manter atualizados os manuais operacionais, a descrição geral dos sistemas a serem adotados na prestação dos serviços, o fluxograma de rotinas, a documentação de programas, os controles de qualidade e os regulamentos de segurança física e lógica; e IX – implementar e manter atualizado plano de contingência que assegure a continuidade de negócios e a prestação dos serviços.

[645] Corresponde ao artigo 13, da Resolução CVM n° 32.

[646] Art. 23. O custodiante deve manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas atividades.

[647] Corresponde ao artigo 22, da Resolução CVM n° 32.

[648] Item 87. A totalidade dos registros e dos documentos relativos às atividades de custódia requeridos pela regulamentação vigente deve ser mantida pelo Participante pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, a contar da data de realização da operação ou por prazo superior, em caso de processo administrativo, quando determinado pela CVM, pela B3 ou pela BSM.

[649] Corresponde ao artigo 13, da Resolução CVM n° 32.

[650] Item 88. As atividades de custódia devem estar segregadas das atividades de administração de recursos e das mesas de operações.

escritas, passíveis de verificação e estar disponíveis para consulta do regulador e das entidades de autorregulação (artigo 15, §1°, da ICVM 542[651-652]).

O intermediário que prestar os serviços de custodiante deve nomear um diretor estatutário para o cumprimento das regras dispostas na ICVM 542 e um segundo diretor responsável pela supervisão dos procedimentos e controles internos que o primeiro diretor irá estabelecer para que a ICVM 542 seja cumprida. Essa lógica é a mesma já tratada nas seções 4.2.6 e 4.2.8 desta dissertação.

Esse segundo diretor deve, até o último dia útil do mês de abril, encaminhar para a CVM relatório, contendo: (a) as conclusões dos relatórios de auditoria interna; (b) suas recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento, quando for o caso; e (c) sua manifestação a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas planejadas, de acordo com cronograma específico, ou efetivamente adotadas para saná-las.

Ao intermediário também há o dever de transferir os valores mobiliários, bem como os eventuais direitos e ônus a eles atribuídos, a outro custodiante indicado pelo cliente, no prazo máximo de 2 dias úteis contados do recebimento, pelo intermediário, do requerimento válido formulado pelo cliente, conforme artigo 10, §2°, da ICVM 542[653-654] e item 78 do Roteiro Básico[655].

A esse respeito, a CVM publicou o Ofício-Circular n° 8/2019-CVM/SMI, de 9 de dezembro de 2019[656], no qual traz balizadores sobre procedimentos razoáveis que o custodiante pode adotar para realizar a transferência de valores mobiliários para um outro custodiante a pedido do cliente.

---

[651] Art. 15. O custodiante deve adotar e implementar: I – regras adequadas e eficazes para o cumprimento do disposto na presente Instrução; e II – procedimentos e controles internos com o objetivo de verificar a implementação, aplicação e eficácia das regras mencionadas no inciso I. §1° As regras, os procedimentos e os controles internos de que trata este artigo devem: I – ser escritos; II – ser passíveis de verificação; e

[652] Corresponde ao artigo 16, §1°, da Resolução CVM n° 32.

[653] Art. 10. As obrigações decorrentes da prestação de serviços de custódia perduram enquanto o contrato de prestação de serviços de custódia estiver em vigor. [...] §2° A transferência dos valores mobiliários a outro custodiante deve obedecer a procedimentos razoáveis, tendo em vista as necessidades dos investidores e a segurança do processo, e deve ser efetuada em, no máximo, 2 (dois) dias úteis contados do recebimento, pelo custodiante, do requerimento válido formulado pelo investidor.

[654] Corresponde ao artigo 11, §2°, da Resolução CVM n° 32.

[655] Item 78. O Participante deve realizar a transferência dos valores mobiliários, bem como dos eventuais direitos e ônus a eles atribuídos, a outro custodiante indicado pelo Cliente, no prazo máximo de 2 (dois) dias úteis contados do recebimento, pelo Participante, do requerimento válido formulado pelo Cliente, sendo observados, em qualquer hipótese, os procedimentos operacionais aplicáveis.

[656] Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0819.html. Acesso em: 10 jan. 2021.

Assim, o custodiante deve discriminar em suas regras quais são os documentos e informações que entende necessárias para efetivar a transferência de custódia, a depender, inclusive, do motivo da transferência, sendo que o mínimo de exigência está disposto no Anexo I do Ofício-Circular n° 8/2019-CVM/SMI, e qualquer exigência adicional, além das dispostas nas regras do custodiante, deve ser por ele justificada.

A CVM também exigiu que se a transferência não for possível de ser realizada em dois dias úteis, conforme determina a ICVM 542, em razão da desconformidade documental ou outras situações elencadas pela CVM no Ofício-Circular, o custodiante deve entrar em contato com o investidor para informá-lo e solicitar os ajustes necessários ou informar o motivo do atraso.

Por fim, a CVM informa que se não houver qualquer problema justificável para a transferência da custódia, esta deve se concretizar no prazo de dois dias úteis estipulado pela ICVM 542, sendo que eventuais descumprimentos podem acarretar a responsabilização do custodiante e, eventualmente, do diretor responsável pelo cumprimento da ICVM 542.

Na linha de orientar os intermediários com autorização de acesso aos mercados administrados pela B3, a BSM publicou, por meio do Comunicado Externo n° 007/2020-PRE[657], suas expectativas sobre o processo dos intermediários de transferência de custódia. Nesse sentido, a BSM procurou dar transparência na fiscalização e supervisão que realiza e auxiliar os intermediários no cumprimento das normas, detalhando (i) as expectativas mínimas a serem observadas; e (ii) os critérios de avaliação que serão adotados em suas auditorias.

Desta forma, a BSM divulgou que o intermediário deve:

(i) implantar processo de recebimento, registro, validação e acompanhamento das solicitações de transferência de custódia de valores mobiliários (STVM) de seus clientes, visando o disposto no parágrafo 2º do artigo 10 da ICVM 542, que estabelece que a transferência deve ser efetuada em até 2 dias úteis a partir do recebimento da solicitação válida do cliente.

(ii) fornecer informações em sua página da rede mundial de computadores, em seus aplicativos e em outras interfaces oferecidas aos clientes, sobre o passo a passo que o cliente deve seguir para formalizar a STVM, bem como os documentos necessários para a realização da transferência e os prazos de validação das solicitações recebidas de clientes.

[657] Disponível em: https://www.bsmsupervisao.com.br/assets/file/CE-007-2020-BSM-supervisao-custodia-e-emprestimo.pdf. Acesso em: 14 jun. 2021.

(iii) manter processo para interação tempestiva junto aos seus clientes sobre a ausência ou a insuficiência das informações e documentos necessários para a transferência, de inconsistências cadastrais, de débitos pendentes, de ativos com liquidação de operações em curso ou bloqueados e de outros motivos que impactem o andamento da STVM do cliente, assim como disponibilizar canais de atendimento aos clientes para prestação de informações e esclarecimentos sobre a STVM.

(iv) avaliar situações que possam ser consideradas de baixo risco e não serem impeditivas para a realização da transferência. Por exemplo: para saldo devedor mantido na conta corrente gráfica do cliente decorrente de taxas e impostos sobre operações, o custodiante pode liquidar parcialmente outros ativos do cliente para cumprimento dessas obrigações, não impedindo a transferência.

No caso de solicitação de transferência de ativos para encerramento do relacionamento com o intermediário, a BSM orienta que não se aplica a exigência de atualização cadastral do cliente para realização da transferência, conforme previsto na ICVM 505. Nessa situação, a BSM recomenda aos intermediários que seja priorizada a confirmação de determinadas informações cadastrais cuja atualização assegura eventual contato posterior com o cliente e/ou que possam oferecer maiores riscos ao intermediário, tais como dados de contato (endereço, telefone, e-mail) e de outorga de poderes (procuradores, emissores de ordens).

Portanto, verifica-se que o intermediário, na função de agente de custódia, deve manter atenção aos procedimentos de transferência de valores mobiliários, por conta do exposto na regulação e nas orientações da CVM e da BSM.

CONCLUSÃO

Após essa jornada pelos deveres das corretoras e distribuidoras no mercado de valores mobiliários, com foco nas negociações que ocorrem no mercado secundário, por meio da análise do ciclo de negociação, verifica-se que o Brasil possui um sistema normativo robusto que imputa deveres aos intermediários com o intuito de utilizá-los para a manutenção da integridade do mercado e da confiança dos investidores em nosso sistema, além de poder responsabilizá-los quando esses pilares não forem cumpridos por eles.

Essa forma de regulação optada pelo Brasil, que também é aplicada nos mercados norte-americanos e europeus, utiliza-se do modelo de *gatekeeper*, com o intuito de os intermediários exercerem a função de monitoramento e de barreira para mitigar o risco de realização de negócios ilícitos no mercado secundário de valores mobiliários, conforme já mencionado por Taimi Haensel[658] e John C. Coffee Jr.[659]

Porém, tais deveres vão além disso, pois tutelam a conduta dos intermediários durante todas as etapas e aspectos do ciclo de negociação do valor mobiliário, com o intuito de proteger os investidores e trazer higidez ao mercado, o que, consequentemente, visa o desenvolvimento do mercado e busca colocá-lo como forma de desenvolver o país e o seu bem estar social.

Nesse sentido, verifica-se na fase de pré-negociação que os deveres são de cunho preparatório e informacional para serem utilizados nas fases subsequentes. Assim, todo o embarque do cliente no relacionamento comercial com o intermediário ocorre nesta fase, com o cadastramento das informações do cliente pelo intermediário, possuindo requisitos específicos que devem ser seguidos sob pena de incompletude de informações[660].

Tais informações são utilizadas, principalmente, para o combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo, com o dever de identificação do beneficiário final das operações ocorridas no mercado secundário de valores mobiliários.

---

[658] HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers**: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro. São Paulo: Almedina, 2014. Edição Kindle.

[659] COFFEE JR., John C. **Gatekeeper failure and reform, the challenge of fashioning relevant reforms**. Boston University Law Review. v. 84, 2004. p. 301-364.
COFFEE JR., John C. **Understanding Enron: it's about the gatekeepers, stupid**. The Business Lawyer, v. 57, Aug. 2002, p. 1403-1420.
COFFEE JR., John C. **Gatekeepers: the professions and corporate governance**. Oxford, Oxford University Press, 2006.

[660] Há situações excepcionais para o convívio com a incompletude de informações, conforme ICVM 617 e comunicado da BSM sobre o assunto.

Além disso, as informações cadastrais servem de base para a identificação de eventuais indícios de lavagem de dinheiro por meio de negócios com valores mobiliários. Por isso, é relevante ter deveres desde o início da relação entre cliente e intermediário, pois o reflexo é direto nas demais obrigações impostas para as corretoras e distribuidoras na sua função de intermediação no mercado secundário, o que visa manter a integridade do mercado como um todo.

Outro dever verificado na fase pré-negocial está relacionado à definição do perfil de investimento do cliente, que a partir de respostas dadas por este, estabelece um limite de oferta de produtos, serviços e oportunidades de negócio pelo intermediário ao cliente, só podendo o intermediário fazer ofertas daquilo que é compatível (*suitable*) ao perfil do cliente, não podendo induzi-lo a erro para negociar aquilo que não está dentro de seu perfil, bem como alterar o perfil somente para poder efetuar negócio oferecido pelo intermediário.

Tem-se aqui um dever de proteção do investidor, que está ligado à questão de manter a confiança do cliente no mercado de valores mobiliários para que este continue a disponibilizar a sua poupança aos tomadores de recursos e gerar liquidez para o mercado primário, que são as funções primordiais do mercado secundário de valores mobiliários.

Encerrada a fase de pré-negociação, tem-se início a fase de negociação, momento em que ocorre o desenrolar da principal atividade do intermediário, qual seja, o recebimento de uma ordem vinda do cliente para a realização de um negócio no mercado.

Conforme tratado nessa dissertação, é a ordem do cliente que dá o gatilho para o intermediário exercer sua função na fase de negociação. Sem a ordem, o intermediário não pode atuar em nome do cliente, utilizar seus recursos financeiros ou movimentar os valores mobiliários adquiridos anteriormente.

Portanto, a necessidade de se ter uma ordem prévia do cliente ou representante devidamente cadastrado no intermediário é de suma importância, pois qualquer operação executada pela corretora ou pela distribuidora sem a ordem prévia ou de maneira diferente da que o cliente ordenou, pode acarretar em discussões de responsabilidade administrativa e cível, podendo até chegar a uma situação penal.

Desta forma, o surgimento de diversos deveres nessa fase faz jus à sua relevância. É nesse momento crucial do ciclo de negociação do valor mobiliário que ele precisa se demonstrar íntegro e gerar uma boa experiência ao investidor por meio da confiança que o intermediário passará ao cliente e na transparência das informações, para que o investidor possa repetir mais vezes seus investimentos agregando liquidez ao mercado.

Nesse sentido, além de o intermediário só poder agir com base numa ordem prévia do cliente, é necessário ter todo um sistema de registro, gravação e arquivamento dessa ordem, com o intuito de dar conforto tanto para o cliente como para o intermediário de que se houver alguma dúvida, há provas que devem dar suporte para solução da controvérsia relacionada ao recebimento da ordem e a sua execução no mercado secundário.

Ressalta-se que após o cliente encaminhar a ordem e essa ser recepcionada pelo intermediário e enviada para execução, a corretora e a distribuidora passam a ter deveres de executar essa ordem nas melhores condições para o cliente (*best execution*) e não atuar em conflito de interesses com relação ao investidor, ou seja, aqui tem-se, novamente, deveres advindos do normativo da CVM (ICVM 505), que buscam a manutenção da confiança do cliente no mercado e, por consequência, na higidez do sistema como um todo.

Ao lado desses deveres que geram confiança aos clientes e os protegem, os intermediários devem monitorar indícios de irregularidades e, se possível os evitarem, com o intuito de coibir que práticas abusivas de manipulação de mercado, a prática de *insider trading* e a realização de operações com indícios de lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo ocorram nos mercados secundários de valores mobiliários, e que se ocorrerem tem potencial para diminuir a integridade do mercado.

Para tanto, verifica-se a importância de os intermediários instituírem regras, procedimentos e controles internos para (i) identificação dessas situações, (ii) análise dos casos que tenham verdadeiros indícios de irregularidade e (iii) que sejam feitas as comunicações aos órgãos responsáveis que buscarão a punição aos infratores e eventuais ressarcimentos aos prejudicados.

Adicionalmente, o trabalho de verificação de precedentes e de treinamento dos prepostos dos intermediários se torna relevante, pois, como visto, parte dos ilícitos vinculados às regras da CVM foram formulados de maneira principiológica e com conceitos abertos para que o regulador possa abarcar diversas situações em seus normativos, sendo desnecessária a contínua modificação e atualização da norma para se adequar a casos concretos que surgem com a evolução da indústria e da tecnologia aplicada a ela.

Concluída a fase de negociação, parte-se para a última seção do ciclo de negociação do valor mobiliário, que se trata da pós-negociação, a qual possui as etapas de confirmação, aceitação, compensação, liquidação e custódia, além do depósito que é feito na própria B3.

A fase de pós-negociação está diretamente ligada, pelo menos aqui no Brasil, à atuação da B3, por meio de sua Câmara (*clearing house*), que exerce a função de contraparte central de todos os negócios no mercado secundário de valores mobiliários que ocorrem no

ambiente da B3, garantindo que em todos os negócios o vendedor receberá o valor financeiro correspondente ao negócio e o comprador receberá o valor mobiliário na quantidade adquirida na operação executada.

Mas para que haja o correto funcionamento da pós-negociação com a atuação da Câmara na qualidade de contraparte central, existe a cadeia de responsabilidade, na qual os demais participantes da fase de pós-negociação assumem as respectivas responsabilidades para que o negócio feito entre os investidores ocorra, havendo a mitigação do risco de crédito e risco sistêmico.

Assim, o intermediário, caso assuma o papel de membro de compensação, terá relacionamento direto com a Câmara da B3, pois se houver algum inadimplemento - falha de entrega do ativo ou falha no pagamento financeiro - em algum negócio que esteja sob a responsabilidade do membro de compensação, a Câmara da B3 acionará este membro de compensação para que cumpra com seu dever de honrar o negócio em nome do cliente.

Na sequência, caberá ao membro de compensação cobrar essa garantia do PNP ou PN, que, por fim, cobrará do próprio cliente. Sendo que para essa cadeia funcionar, o intermediário, indiferentemente da posição que assuma, tem o dever de manter garantias suficientes para honrar com os negócios dos seus clientes e também de chamar margem e garantias desses clientes para que em eventual situação de inadimplemento o cliente possa honrar o negócio e a cadeia de responsabilidade da Câmara da B3 e, principalmente, o intermediário, mitiguem o risco de crédito e de inadimplemento que possa ocorrer durante a pós-negociação.

Já na etapa de custódia, o intermediário assume o papel de custodiante de valores mobiliários de seus clientes, tendo relacionamento direto com a Central Depositária da B3. E nessa situação, caberá ao intermediário guardar e proteger a propriedade dos valores mobiliários de seus clientes, fazendo as devidas conciliações, refletindo os eventos corporativos que ocorrerem, passando as informações para seus clientes e para a depositária dos negócios e movimentações que ocorrerem, registrando e realizando as transferências de custódia quando devidas.

Para o exercício de todos esses deveres, a CVM impôs que os intermediários nomeassem diretores responsáveis para darem cumprimento às normas e fazerem com que estes criem regras, procedimentos e sistemas que os auxiliem na observância das normas.

Além disso, também há a figura de diretores que devem monitorar o trabalho desses diretores responsáveis, os chamados diretores de *compliance*, que analisam todo o funcionamento do intermediário no cumprimento de seus deveres e elaboram relatórios para

a administração e para os órgãos fiscalizadores sobre o desempenho de todo o arcabouço que as corretoras e distribuidoras possuem para (i) manter a higidez do mercado, (ii) tratar com diligência e lealdade o investidor, (iii) gerar confiança e (iv) proporcionar o desenvolvimento social.

Portanto, a presente dissertação trouxe os deveres dos intermediários no exercício de suas funções no mercado secundário de valores mobiliários, demonstrando as formas que esses deveres podem ser cumpridos e o que os intermediários precisam fazer para tanto, sendo que essa gama normativa que envolve a atuação de corretoras e distribuidoras é relevante para o adequado funcionamento do mercado e para garantir a sua evolução na atração e manutenção de investidores, bem como na busca pelo bem estar social, tendo em vista que esses deveres também existem para trazer confiança a quem traz a sua poupança para realizar investimentos e se proteger de riscos.

A evolução da indústria da intermediação trouxe diversos benefícios ao Brasil, pois barateou o acesso de investidores ao mercado de valores mobiliários, gerou mais liquidez e capacidade de os investidores obterem novas rendas e protegerem seu capital de riscos. Nada disso seria possível se não houvesse regras que trouxessem deveres para as corretoras e distribuidoras de se preocuparem com a experiência do investidor e para proteger o mercado de eventuais situações irregulares, as quais podem repelir tanto investidores locais quanto estrangeiros, que são cruciais para o desenvolvimento do mercado interno, que acabam gerando, por consequência, o desenvolvimento do país e de seu bem estar social.

Em relação ao futuro dos intermediários que desenvolvem atividades no mercado secundário há diversos desafios. O primeiro deles está relacionado à educação financeira da população, e nesta seara os intermediários, por meio de influenciadores digitais e suas redes sociais, vêm fazendo trabalhos relevantes de modo a fomentar o conhecimento sobre finanças, mercado financeiro e de capitais para a população.

Apesar do crescimento de investidores pessoas físicas no Brasil, como visto na Introdução, estes números estão aquém se compararmos com o tamanho da população e da economia do país. É claro que esta evolução não depende só dos intermediários, há diversas questões políticas, sociais, culturais e econômicas envolvidas, mas é importante a participação dos intermediários nessa equação, apresentando produtos que estejam em linha com o conhecimento do investidor, sua situação financeira e seus planos futuros para o dinheiro que será investido.

Além disso, está em pauta a aplicação de aspectos sociais, ambientais e de governança no mundo financeiro (ESG em sua sigla em inglês), cujo debate no Brasil teve

início com as consultas públicas do BACEN n° 85/2021[661] e 86/2021[662], que buscaram incorporar ao arcabouço regulatório brasileiro as recomendações da *Task Force on Climaterelated Financial Disclosures* (TCFD), força-tarefa coordenada pelo setor privado, criada pelo Comitê de Estabilidade Financeira (FSB, na sigla em inglês), em 2015, com o objetivo de desenvolver recomendações para permitir que empresas de diferentes jurisdições e setores da economia divulguem informações claras, comparáveis e consistentes sobre riscos e oportunidades de negócios associados às mudanças climáticas. As recomendações[663], publicadas em junho de 2017, estão organizadas em quatro elementos centrais, a saber: governança, estratégia, gerenciamento de riscos e metas.

Outras mudanças para os intermediários promovidas pelo BACEN, mas que ainda não encontram uso expressivo na prática, são (i) a possibilidade de as corretoras e distribuidoras criarem contas de pagamento, se aproximando do sistema financeiro bancário e (ii) a questão do *open banking/open finance*, que pode alterar os formatos de cadastro de clientes feitas pelos intermediários e de realização da compensação e liquidação.

Evoluções tecnológicas, como o *blockchain*, inteligência artificial e *machine learning*, cada vez mais serão incorporadas pelos intermediários para o cumprimento de seus deveres. Confirmação de informações cadastrais, verificação de comportamentos negociais, melhoramento automático de alertas que detectam indícios de irregularidades com as movimentações de mercado e as informações públicas, tudo isso ajudará o desenvolvimento de controles internos e sistemas dos intermediários que auxiliarão no cumprimento de seus deveres para manter a integridade do mercado de valores mobiliários.

Nessa linha, as criptomoedas deverão, com o tempo, serem incorporadas aos produtos que os intermediários oferecerão aos seus clientes. Como se sabe, esse tipo de ativo possui um risco alto para o investidor. Por esse motivo, as políticas de *suitability* e prevenção a risco de crédito têm que ser cada vez mais efetivas e se adequarem a essa situação quando isso se tornar algo usual para clientes e seus intermediários.

Por fim, muito já se aventou sobre eliminar os intermediários dessa relação e permitir que os investidores acessem o mercado secundário de valores mobiliários de maneira direta. Contudo, como vimos nesta dissertação, que os intermediários servem como a primeira

---

[661] Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetalharAudienciaPage?1. Acesso em: 16 jun. 2021.
[662] Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetalharAudienciaPage?7. Acesso em: 16 jun. 2021.
[663] Disponíveis em: https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/FINAL-2017-TCFD-Report-11052018.pdf (versão em inglês) e https://assets.bbhub.io/company/sites/60/2020/10/TCFD-Final-Report-2017-Portuguese-Translation.pdf (versão em português). Acesso em: 16 jun. 2021.

barreira para uma série de situações que melhoram o mercado, protegem o investidor e garantem melhor eficiência.

Não havendo a figura do intermediário no mercado secundário, a realização dos procedimentos de *suitability* e de *know your client* podem ficar esvaziadas. Numa cultura atual de muita informação disseminada para todos, os investidores podem ser influenciados, em algumas situações, de maneira equivocada, acarretando em vieses que serão prejudiciais a eles. Por isso, a proteção do *suitability*, aplicado e controlado por um intermediário, que deve estar próximo e conhecer o seu cliente, traz mais segurança ao investidor para que este não deixe ser levado por esses vieses.

Outro exemplo da importância dos intermediários é ser a primeira barreira para se mitigar a ocorrência de práticas abusivas e operações de lavagem de dinheiro. A existência de mais um elemento na cadeia que observa, monitora e reporta situações em que há indícios de irregularidade tende a fortalecer o sistema, trazendo mais lisura e segurança, pois será mais uma pessoa com um olhar específico no tema buscando evitar que ilícitos ocorram no mercado e acabem prejudicando a imagem do mercado e os seus investidores.

O último elemento importante que vale destacar sobre a presença dos intermediários, é seu papel para mitigar eventos de risco de crédito, uma vez que participam da cadeia de responsabilidade na pós-negociação de valores mobiliários, garantindo e se responsabilizando para que as operações de seus clientes sejam devidamente concretizadas. Ao acrescentar esse dever ao intermediário, a tendência é que este faça as diligências necessárias para obter garantias de seus clientes e faça os mapeamentos de risco de inadimplência e busque maneiras para evitá-las. O que fortaleça a possibilidade de concretização das operações realizadas no mercado secundário, cuida para não haver problemas financeiros para as partes e mitiga complicações de risco de crédito e sistêmico para o mercado de valores mobiliários.

Portanto, verifica-se que há espaço para a evolução desta indústria, que contribui de maneira decisiva, por meio do cumprimento de seus deveres, com a integridade do mercado, seu desenvolvimento e a proteção dos investidores nesses últimos tempos, devendo esse papel no contínuo desenvolvimento do mercado.

REFERÊNCIAS

ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. São Paulo: Saraiva, 1999.

ACCENTURE. **Impactos socioeconômicos do fortalecimento do mercado de capitais no Brasil**, junho de 2018. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/especial/mercado-de-capitais-caminho-para-o-desenvolvimento.htm. Acesso em: 24 mar. 2020.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). **Temas de direito empresarial e societário contemporâneos**. São Paulo: Malheiros, 2011.

AKERLOF, George. A. **The market for "lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism**. The Quarterly Journal of Economics, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.

AMENDOLARA, Leslie. **O processo administrativo sancionador no âmbito do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2008.

ANBIMA. **Guia ANBIMA de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/4D/B4/AE/77/739F471017664F476B2BA2A8/Guia-ANBIMA-PLDFT.pdf. Acesso em: 20 dez. 2020.

ANDREZZO, Andrea; LIMA, Iran. **Mercado financeiro - aspectos conceituais e históricos**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ARAUJO, Danilo Borges dos Santos (org.). **Regulação brasileira do mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2015, Edição Kindle.

B3. Comunicado Externo n° 020/2017-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Comunicado Externo n° 001/2020-PRE. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Comunicado Externo n° 001/2020-VOP-BSM. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Comunicado Externo n° 003/2020-PRE. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Comunicado Externo n° 005/2020-PRE. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Comunicado Externo n° 007/2020-PRE. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Glossário. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Manual de Acesso. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Manual de Administração de Risco da Câmara da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Manual de Procedimentos Operacionais da Central Depositária de Renda Variável da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Manual de Procedimentos Operacionais da Câmara da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Manual de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/operacoes/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 021/2008-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/bm-fbovespa/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 053/2012-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/bm-fbovespa/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 006/2014-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/bm-fbovespa/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 045/2014-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/bm-fbovespa/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 027/2017-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 048/2017-DP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 019/2019-VOP. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Ofício-Circular n° 099/2020-PRE. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/oficios-e-comunicados/oficios-e-comunicados/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Regulamento de Acesso. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/acesso/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Regulamento da Câmara da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Regulamento da Central Depositária de Renda Variável da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/pos-negociacao/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Regulamento de Procedimentos Operacionais de Negociação da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/regulacao/estrutura-normativa/operacoes/. Acesso em: 5 jun. 2021.

B3. Roteiro Básico do Programa de Qualificação Operacional da B3. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/certificacoes/selos-pqo/roteiros.htm. Acesso em: 5 jun. 2021.

BACHA, Edmar Lisboa; FILHO, Luiz Chrysostomo de Oliveira (org.). **Mercado de capitais e crescimento econômico**. Rio de Janeiro: Contra Capa Livraria/ANBID, 2005.

BALDWIN, Robert. CAVE, Martin. LODGE, Martin. **Understanding regulation: theory, strategic, practice**. 2. ed. Londres: Oxford, *University Press*, 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Consulta Pública n° 85/2021. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetalharAudienciaPage?1. Acesso em: 16 jun. 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Consulta Pública n° 86/2021. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/audpub/DetalharAudienciaPage?7. Acesso em: 16 jun. 2021.

BERTÃO, Naiara. Na hora da crise, vai de ETF! É o que os investidores fazem. **Valor Investe**, São Paulo, 12 mar. 2020. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2020/03/12/na-hora-da-crise-vai-de-etf-e-o-que-os-investidores-fazem.ghtml. Acesso em: 19 ago. 2020.

BLANCO CORDERO, Isidoro. **Eficacia del sistema de prevención del blanqueo de capitales**. Estudio del Instituto Vasco de Criminologia, San Sebastian, n. 23, p. 117-138, 2009.

BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues. TORRES FILHO, Ernani Teixeira. **Analisando a crise do subprime**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 15, n. 30. Dez. 2008. p. 129-159. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev3005.pdf. Acesso em: 12 out. 2018.

BORGES, Sofia Leite; LOUREIRO, Catarina Tavares. **Liquidação transfronteiriça de valores mobiliários: desenvolvimentos recentes no espaço europeu**. Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários, n. 25, dez. de 2006. Disponível em: https://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/CadernosDoMercadoDeValoresMobiliarios/Documents/b700412979094dd7be8fa98864fafd4aCadernosMVM25.pdf. Acesso em: 31 mar. 2021.

BOTTINI, Pierpaolo Cruz. **Mudança do Coaf para o BC e o combate à lavagem de dinheiro**. Disponível em https://www.conjur.com.br/2019-out-29/direito-defesa-mudanca-coaf-bc-combate-lavagem-dinheiro. Acesso em: 14 fev. 2021.

BRANDEIS, Louis Dembitz. **Other People's Money and How the Bankers Use It**. Edição Kindle.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6024.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei n°6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei n° 6.404, de 31 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20as%20Sociedades%20por%20A%C3%A7%C3%B5es.&text=Art.,das%20a%C3%A7%C3%B5es%20subscritas%20ou%20adquiridas. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei n° 7.492, de 16 de junho de 1986. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l7492.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Constituição Federal de 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 15 mai. 2021.

BRASIL. Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9613.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei nº 10.214, de 10 de janeiro de 2001. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp105.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10214.htm. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei nº 12.683, de 9 de julho de 2012. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-

2014/2012/lei/l12683.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%2012.683%2C%20DE%209,crimes%20de%20lavagem%20de%20dinheiro. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Lei nº 13.260, de 16 de março de 2016. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2016/Lei/L13260.htm. Acesso em: 15 mai. 2021.

BRASIL. Lei nº 13.709, de 14 de agosto de 2018. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2018/lei/l13709.htm. Acesso em: 15 mai. 2021.

BRASIL. Lei nº 13.810, de 8 de março de 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13810.htm. Acesso em: 15 mai. 2021.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. **Regulação e Autorregulação do Mercado de Bolsa - Teoria Palco-Plateia.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

CAMPOS, Álvaro. Mesmo com derrocada do mercado, B3 ganha quase 300 mil novos investidores em março. **Valor Econômico**, São Paulo, 16 abr. 2020. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/04/16/mesmo-com-derrocada-do-mercado-b3-ganha-quase-300-mil-novos-investidores-em-maro.ghtml. Acesso em: 10 mai. 2020.

CARDOSO, Débora Motta. **Criminal compliance na perspectiva da lei de lavagem de dinheiro**. São Paulo: Editora LiberArs, 2015.

CARVALHO, Ney. **A saga do mercado de capitais no Brasil.** São Paulo: Saint Paul Editora, 2014.

CAVALI, Marcelo Costenaro. **Fundamento e limites da repressão penal da manipulação do mercado de capitais: uma análise a partir do bem jurídico da capacidade funcional alocativa do mercado**. 2017. Tese (Doutorado em Direito) - Curso de Direito, Direito Penal, Medicina Forense e Criminologia, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

COASE, Ronaldo H. **The nature of the firm.** Londres: Economica - London School of Economics and Political Science - Department of Economics, 1937. Disponível em: http://coase.org/coaseonline.htm. Acesso em: 6 abr. 2019.

COASE, Ronaldo H. **The problem of social cost.** Chicago: The Journal of Law and Economics, 1960. Disponível em: http://coase.org/coaseonline.htm. Acesso em: 6 abr. 2019.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). **Comentários à lei do mercado de capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COFFEE JR., John C. **Do norms matter? A cross-country examination of the private benefits of control**. Columbia Law School. Working Paper No. 183. 2001, January. *Social Science Research Network Eletronic Library*. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=257613. Acesso em: 12 out. 2017.

COFFEE Jr., John C. **Enhancing investor protection and the regulation of securities markets**. Columbia Law and Economics. Working Paper No. 348. 2009, April. *Social Science Research Network Eletronic Library*. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1372194. Acesso em: 12 out. 2017.

COFFEE JR., John C. **Gatekeeper failure and reform, the challenge of fashioning relevant reforms**. Boston University Law Review. v. 84, 2004. p. 301-364.

COFFEE JR., John C. **Gatekeepers: the professions and corporate governance**. Oxford, Oxford University Press, 2006.

COFFEE JR., John C. **Law and the market: the impact of enforcement**. Columbia Law and Economics. Working Paper No. 304. 2007, March. *Social Science Research Network Eletronic Library*. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=967482. Acesso em: 12 out. 2017.

COFFEE JR., John C. **Understanding Enron: it's about the gatekeepers, stupid**. The Business Lawyer, v. 57, Aug. 2002, p. 1403-1420.

COFFEE JR., John C. **What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990's.** *Cornell Law Review*, v. 89, 2003-2004.

COFFEE JR., John C. **What went wrong: an initial inquiry into the causes of the 2008 financial crisis.** *Journal of Corporate Law Studies*, v. 9, Apr. 2009.

COFFEE JR., John C. SALE, Hilary. **Securities regulation: cases and materials.** 12ª ed. New York: Foundation Press, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **A proteção do investidor nos países Ibero-Americanos**. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro-ProtecaoInvestidorIberoAmerica.pdf. Acesso em: 5 jun. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência Pública n° 4/2009. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2009/sdm0409.html. Acesso em: 13 fev. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência Pública n° 15/2011. Disponível em: www.cvm.gov.br/audiências_publicas/ap_sdm/20111511.html. Acesso em: 20 set. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência Pública n° 9/2016. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0916.html. Acesso em: 11 set. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência Pública n° 3/2019. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0319.html. Acesso em: 21 dez. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência Pública n° 9/2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0919.html. Acesso em: 10 ago. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Audiência Pública n° 2/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em: 5 jun. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Deliberação CVM n° 14/1983. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0001/deli014.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 8/1979. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst008.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 51/1986. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst051.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 168/1992. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst168.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 301/1999. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst301.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 332/2000. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst332.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 333/2000. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst333.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 358/2002. http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 380/2002. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst380.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 384/2003. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst384.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 400/2003. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 441/2006. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst441.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 461/2007. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 476/2009. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 497/2011. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst497.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 505/2011. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst505.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 539/2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 541/2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst541.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 542/2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst542.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 543/2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst543.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 558/2015. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst558.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 592/2017. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst592.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 598/2018. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst598.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 612/2019. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst612.html. Acesso em: 10 ago. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 617/2019. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst617.html. Acesso em: 10 ago. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM n° 618/2020. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst618.html. Acesso em: 10 ago. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Nota Explicativa CVM n° 14/1979. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/nota014.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Nota Explicativa à Instrução CVM n° 617/2019. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/notas-explicativas/nota617.html. Acesso em: 1° mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O Direito do Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro.** 1. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017. p. 72 e 73. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **O mercado de valores mobiliários brasileiro**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 8/2018-CVM-SMI. Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0820.html. Acesso em: 3 jan. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 1/2019-CVM-SMI. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0119.html. Acesso em 2 jun. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 5/2019-CVM-SMI. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/smi/anexos/oc-smi-0519.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 6/2019-CVM-SMI. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0619.html. Acesso em: 20 jan. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 8/2019-CVM-SMI. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0819.html. Acesso em: 10 jan. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 9/2019-CVM-SMI. Disponível em: www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0919.html. Acesso em: 22 set. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 2/2020-CVM/SMI. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0220.html. Acesso em: 28 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 3/2020-CVM/SMI. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0320.html. Acesso em 30 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 4/2020-CVM/SMI-SIN. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi-sin/oc-smi-sin-0420.html. Acesso em: 4 mar. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 4/2020-CVM/SMI. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi-sin/oc-smi-sin-0420.html. Acesso em: 4 mar. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI. Disponível em http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0620.html. Acesso em: 30 nov. 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular nº 6/2020-CVM/SMI. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0820.html. Acesso em: 12 jun. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Ofício-Circular CVM/SMI n° 2/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/smi/oc-smi-0221.html. Acesso em: 5 jun. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 16/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol016.html. Acesso em: 15 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 19/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html. Acesso em: 22 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 20/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol020.html. Acesso em: 22 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 21/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html. Acesso em: 22 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 30/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html. Acesso em: 22 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 31/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol031.html. Acesso em: 22 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 32/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol032.html. Acesso em: 22 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 33/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol033.html. Acesso em: 22 mai. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM n° 35/2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol035.html. Acesso em: 20 jun. 2021.

COMPARATO, Fábio Konder. **A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações**. Revista de Direito Mercantil. v. 55.

COMPARATO, Fábio Konder. **"Insider trading": Sugestão para uma moralização do nosso mercado de capitais**. Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro n° 2.

COMPARATO, Fábio Konder. **Novos ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n° 39/1966. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/40060/Res_0039_v2_L.pdf. Acesso em: 13 jan. 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n° 1120/1986. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/42891/Res_1120_v11_P.pdf. Acesso em: 13 jan. 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n° 1655/1989. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/41828/Res_1655_v8_P.pdf. Acesso em: 13 jan. 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n° 2099/1994. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/43270/Res_2099_v25_P.pdf. Acesso em: 13 jan. 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n° 2690/2000. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47428/Res_2690_v4_P.pdf. Acesso em: 13 jan. 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n° 2882/2001. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47065/Res_2882_v2_P.pdf. Acesso em: 13 jan. 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 4.859/2020. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4859. Acesso em: 13 abr. 2021.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução n° 4871/2001. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=4871. Acesso em: 3 fev. 2021.

CORWIN, Shane A.; HARRIS, Jeffrey H.; LIPSON, Marc L. **The Development of Secondary Market Liquidity for NYSE-listed IPOs**. Forthcoming, Journal of Finance. 2002. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=301092. Acesso em: 5 jun. 2021.

COSTA, Isac Silveira da. **High frequency trading (HFT) em câmera lenta: compreender para regular. 2018**. Dissertação (Mestrado em Direito) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2018. Disponível em https://direitosp.fgv.br/publicacoes/high-frequency-trading-hft-camera-lenta-compreender-para-regular. Acesso em: 1° mar. 2020.

CUNNINGHAM, Lawrence A. **Beyond liability: rewarding effective gatekeepers**. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1022360. Acesso em: 28 mai. 2019.

CUNNINGHAM, Lawrence A. **Carrots for vetogates: incentive systems to promote capital market gatekeeper effectiveness**. *Minnesota Law Review*, v. 92, 2007. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=980949. Acesso em: 28 mai. 2019.

CUNNINGHAM, Lawrence A. **Choosing gatekeepers: the financial statement insurance alternative to auditor liability**. *UCLA Law Review*, v. 52, Winter 2004. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=554863. Acesso em: 28 mai. 2019.

DEMARCO, André Eduardo. **As bolsas de valores face ao desafio da desmutualização no contexto de internacionalização dos mercados regulamentados**. 2008. Dissertação (Mestrado em Direito) - Curso de Direito em Mercado de Capitais, IBMEC, São Paulo, 2008.

DONALD, David C. **Regulating Market Manipulation through an Understanding of Price Creation**. 6 NTU L. Rev. 55, 2011.

DOS SANTOS, Alexandre Pinheiro; OSÓRIO, Fábio Medina; e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: regime sancionador**. São Paulo: Saraiva, 2012. Edição Kindle.

DOWD, Kevin e TIMBERLAKE Jr., Richard H. **Money and the Nation State: the financial revolution, government and the world monetary system**. Transaction Publishers. New Brunswick, 1999.

DUTRA, Marcos Galileu Lorena. **As novas estruturas organizacionais das bolsas**. 2008. Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

EIZIRIK, Nelson. **O papel do Estado na regulação do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

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

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A. (e outros escritos sobre conflito de interesses)**. 2ª ed. revista e aumentada. São Paulo: Malheiros, 2014.

GADINIS, Stavos e MANGELS, Colby. **Collaborative Gatekeepers**. Universidade da California - Berkeley. Vol. 73. Washington and Lee Law Review 797, 2016. Disponível em https://scholarlycommons.law.wlu.edu/wlulr/vol73/iss2/6.

GALBRAITH, John Kenneth. **Moeda: de onde veio para onde foi**. 2ª ed. São Paulo: Pioneira, 1997.

GARCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (org.). **Risco e regulação: Por que o Brasil enfrentou bem a crise financeira e como ela afetou a economia mundial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

HAENSEL, Taimi. **A figura dos gatekeepers: aplicação às instituições intermediárias do mercado organizado de valores mobiliários brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2014. Edição Kindle.

HAMDANI, Assaf. **Gatekeeper Liability.** *Southern California Law Review*, v. 77, 2003.

HAZEN, Thomas Lee. **Stock broker fiduciary duties and the impact of the Dodd-Frank Act**. North Carolina Banking Institute, Vol. 15, 2011. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1767564. Acesso em: 20 abr. 2020.

INFOMONEY. Neon Pagamentos compra Magliano, a corretora mais antiga do país. 16 jul. 2020. Disponível em: https://exame.com/negocios/nubank-compra-easynvest-e-entra-no-mercado-de-investimentos/. Acesso em: 30 nov. 2020.

IOSCO. **Compliance function at Market intermediaries - Final Report**. 2006, March. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf. Acesso em: 1° mar. 2020.

IOSCO. **Investigating and prosecuting market manipulation**. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

IOSCO. **Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation**. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf. Acesso em: 11 out. 2020.

IOSCO. **Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency – Final Report**. Disponível em: https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD361.pdf. Acesso em: 1° mar. 2020.

IOSCO. **Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products**. Disponível em: http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD400.pdf. Acesso em: 20 set. 2020.

KRAAMAN, Reinier H. **Corporate liability strategies and the costs of legal controls.** *Yale Law Journal*, 93, Apr. 1984.

KRAAKMAN, Reinier H. **Gatekeepers – The anatomy of a third-party enforcement strategy.** *Journal of Law, Economics and Organization*, v. 2, n. 1, Spring, 1986.

KUYVEN, Luiz Fernando Martins. (Org.). Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa. São Paulo: Saraiva, 2012.

LA PORTA, Rafael. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. **Law and finance.** *Journal of Political Economy*. Chicago: University of Chicago Press, v. 106, n. 6, 1998.

LA PORTA, Rafael. LOPEZ DE SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. ANDREI VISHNY, Robert W. **Investor protection and corporate governance**. 1999, June. *Social Science Research Network Eletronic Library*. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=183908. Acesso em: 12 out. 2017.

LA REGINA, Rafaela. Fundos Imobiliários se aproximam de um milhão de cotistas na B3. **Suno Notícias**. São Paulo, 18 ago. 2020. Disponível em: https://www.sunoresearch.com.br/noticias/fundos-imobiliarios-um-milhao-cotistas/. Acesso em: 19 ago. 2020.

LABY, Arthur B. **Differentiating gatekeepers.** *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, v. 1, 2006. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=953948. Acesso em: 28 mai. 2019.

LARGUI, Nathália. Negociação de minicontratos por PFs aumenta 75% em um ano. **Valor Investe**, São Paulo, 13 mai. 2020. Disponível em: https://valorinveste.globo.com/mercados/derivativos/noticia/2020/05/13/negociacao-de-minicontratos-por-pfs-aumenta-75percent-em-um-ano-mas-e-um-bom-negocio.ghtml. Acesso em: 19 ago. 2020.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais - insider trading**. São Paulo. Revista dos Tribunais, 1982.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. I. São Paulo: Editora Singular, 2004.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Pareceres**. v. II. São Paulo: Editora Singular, 2004.

LEWIS, Michael. **Flash Boys: Revolta em Wall Street**. Rio de Janeiro: Editora Intrínseca. 2014.

LIMA, Iran S.; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, René Coppe (org.) **Curso de mercado financeiro.** Tópicos especiais. São Paulo: Atlas, 2009.

LIMA JUNIOR, João Manoel de. **Autorregulação**: regime jurídico. Curitiba: Juruá, 2018.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários**. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015, v. 1 e 2.

MCINTYRE, Hal. **How the U.S. securities industry works**. 3rd ed. New York: The Summit Group Press, 2007.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de direito comercial brasileiro.** Rio de Janeiro: Freitas Barros, 1933, vol. II.

MISHKIN, Frederic S. **Prudential Supervision: why is it important and what are the issues?** *In: Prudential Supervision: what works and what doesn't.* National Bureau of Economic Research conference report. The University of Chicago Press, 2001.

MOLONEY, Niamh. **Securities Regulation**. Oxford University Press, Second Edition, 2008.

MOREIRA, Vital Martins. **Autorregulação profissional e administração pública.** Coimbra: Almedina, 1997.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Dialética, 1999.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na companhia aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

MOTA, Fernando de Andrade. **Abusos no mercado de capitais: conceituação e repressão pela Comissão de Valores Mobiliários.** Tese (Doutorado em Direito) – Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O insider trading no direito brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Direito) – Curso de Direito da Regulação, Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas do Rio de Janeiro, São Paulo, 2015. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/15292/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Francisco%20M%C3%BCssnich%20(clean).pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 29 mar. 2021.

NELEMANS, Matthijs. **Redefining Trade-Based Market Manipulation**. Valparaiso University Law Review, Forthcoming. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1078423. Acesso em: 20 fev. 2020.

NELSON, William Alan. **Broker-Dealer: a fiduciary by any other name?** Fordham Journal of Corporate and Financial Law, Vol. 20, 2015. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2523515. Acesso em: 20 abr. 2020.

NODA, Margareth. **Acesso eletrônico e tendências para a intermediação no mercado de valores mobiliários**. 2010. Dissertação (Mestrado em Direito) - Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

NODA, Margareth. **Fragmentação do mercado secundário: desafios para a regulação no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Direito) - Curso de Direito, Departamento de Direito Comercial, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

OH, Peter B. **Gatekeeping.** *Journal of Corporation Law*, v. 29, 2004. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=601361. Acesso em: 28 mai. 2019.

PALMITER, Alan R. **Securities regulation**. 7ª ed. New York: Wolters Kluwer Legal & Regulatory U.S., 2017. Edição Kindle.

PARTNOY, Frank. **Overdependence on credit ratings was a primary cause of the crisis.** *University of San Diego School of Law – Legal Studies Research Paper Series.* Research Paper nº 09-015, July 2009.

PAULIN, Luiz Alfredo. **A evolução do sistema financeiro nacional**. Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, v. 17.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. **Aspectos Jurídicos da Pós-Negociação de Ações**. Coleção Insper. Almedina. Edição Kindle.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Técnicas**. 7ª ed. São Paulo: Atlas, 2014.

PINTO, Nathália Regina. **A importância dos marcos regulatórios na prevenção à criminalidade econômica**. São Paulo: LiberArs, 2017.

PISTOCIA, Regina. juro baixo empurra investidor para Bolsa; especialistas indicam atalhos. UOL, 4 nov. 2019. Disponível em: https://economia.uol.com.br/noticias/estadao-conteudo/2019/11/04/juro-baixo-empurra-investidor-para-bolsa-especialistas-indicam-atalhos.htm. Acesso em: 30 nov. 2020.

PITTA, Andre Grunspun. **A capitalização da empresa e o mercado de valores mobiliários.** São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PONTES, Aloysio Lopes. **Instituições financeiras privadas.** Rio de Janeiro: Forense, 1982.

PRADO, Viviane Muller; Vilela, Renato. **Radiografia de insider trading na CVM (2002-2014)**. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2600210. Acesso em: 30 mar. 2021.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider Trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REYES, Francisco. **Direito societário americano: estudo comparativo**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

ROSS, Sthephen A. **The economic theory of agency: the principal's problem.** *American Economic Review*, v. 63, 1973. Disponível em: http://www.ae-aweb.org/aer/top20/63.2.134-139.pdf. Acesso em: 28 mai. 2019.

SAKATE, Marcelo. Nubank compra Easynvest e entra no mercado de investimentos. **Exame Invest**, 11 set. 2019. Disponível em: https://exame.com/negocios/nubank-compra-easynvest-e-entra-no-mercado-de-investimentos/. Acesso em: 30 nov. 2020.

SALAMA, Bruno Meyerhof; BRAGA, Vicente Piccoli M. **Empréstimos vedados de corretoras a clientes: critérios para aferição de culpabilidade**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 65/2014 | p. 139 | Jul / 2014.

SADENBERG, Amarílis Prado (org.). **Desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil**. São Paulo: Editora Sociologia e Política, 2015.

SECURITIES EXCHANGE COMISSION. U.S. COMMODITY FUTURES TRADING COMISSION: **Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010 (Sep 30th 2010)**. Disponível em: https://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf. Acesso em: 2 mar. 2020.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge. **Bitcoin e suas fronteiras penais:** em busca do marco penal das criptomoedas. São Paulo: Editora D'plácido, 2018.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge (coord.). **Crônicas franciscanas no Mensalão**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

SILVEIRA, Renato de Mello Jorge; SAAD-DINIZ, Eduardo. **Criminal compliance: os limites da cooperação normativa quanto à lavagem de dinheiro**. Revista peruana de ciencias penales, Lima, n. 25, 2013.

SCHINCARIOL, Juliana. CVM altera regra de BDRs e amplia acesso a qualquer investidor. **Valor Econômico**, 11 ago. 2020. Disponível em: https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/08/11/cvm-altera-regra-de-bdrs-e-amplia-acesso-a-qualquer-investidor.ghtml. Acesso em: 30 nov. 2020.

SCHUMPETER, Joseph A. **Teoria do Desenvolvimento Econômico: uma investigação sobre lucros, capital, crédito, juro e o ciclo econômico (1934)**. Tradução: Maria Silvia Possas. Os Economistas. São Paulo: Ed. Nova Cultural, 1997.

SZTAJN, Rachel. **Regulação e o mercado de valores mobiliários.** *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro.* v. 135, julho-setembro 2004.

SZTAJN, Rachel. **O paradoxo do sistema financeiro:** estabilidade e risco. São Paulo: Elsevier Campos, 2009.

TURCZYN, Sidnei. **O Sistema financeiro nacional e a regulação bancária.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Considerações sobre o sistema financeiro. Crises. Regulação e re-regulação**. Revista de Direito Mercantil, v. 149/150. p. 9-31.

VIDOR, George. **A História da CVM: pelo olhar de seus ex-presidentes.** 1. ed. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016. Disponível em: http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/CVM_40anos_LIVRO-COMPLETO-051216xtr.pdf. Acesso em: 9 mar. 2019.

VILLELA FILHO, Gustavo Alberto. **As sociedades corretoras e o mercado de valores mobiliários**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.

WALD, Arnoldo. **A evolução do conceito de instituição financeira**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, n. 28, 2005. p. 211-229.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2018.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

YAZBEK, Otavio. O caso GameStop, sua versão local e o mercado de capitais. **Jota**, 22 fev. 2021. Disponível em: https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/mercado-capitais-gamestop-acoes-22022021. Acesso em: 2 mar. 2021.

YERMACK, David. **Is bitcoin a real currency? An economic appraisal.** Disponível em: http://www.nber.org/papers/w19747.pdf. Acesso em: 24 jun. 2018.