

## 5.2. CENTRAL DEPOSITÁRIA DE VALORES MOBILIÁRIOS E CUSTODIANTE

Como já expusemos, o sistema jurídico e o mercado de capitais brasileiros já acolheram a desmaterialização dos valores mobiliários. Hoje, as ações e debêntures, praticamente em sua totalidade, existem e circulam de forma desmaterializada, escritural. Como é sabido, os valores mobiliários escriturais são condição essencial e pressuposto para a edificação de um sistema eletrônico de liquidação de valores mobiliários. Verificamos que o mercado brasileiro possui embasamento jurídico claro e sólido para a existência de valores mobiliários escriturais e compatível com o desenvolvimento tecnológico e estrutural das instituições participantes do mercado de capitais.

Com relação às ações, sabemos que, obrigatoriamente, devem ter forma nominativa, por força da Lei 8.021, e que as ações escriturais foram amplamente aceitas pelos emissores e mercado.

Para as ações, no mercado brasileiro, cabe à BM&FBOVESPA, além de manter o único sistema eletrônico de negociação de ações<sup>124</sup>, ser a central depositária. Desta forma, a BM&FBOVESPA, como já dito, além de ser ambiente de negociação é SSS e CSD do mercado brasileiro de ações.

A atuação da BM&FBOVESPA como CSD é regida pelo Regulamento de Operações da CBLC. Apesar de ser atividade da própria BM&FBOVESPA, quando esta estiver atuando na qualidade de central depositária, usaremos o termo CBLC<sup>125</sup>, como ocorreu ao falarmos das atividades de *clearing*.

Como atualmente não há mais valores mobiliários ao portador no Brasil, e as ações nominativas representadas por certificados, ao menos no caso das companhias abertas, não são usadas de forma corrente, não há o que se falar em imobilização, havendo, na prática do mercado brasileiro atual, a desmaterialização.

Entretanto, a desmaterialização, segundo a ordenação pátria, é atingida através da opção da companhia emissora em se valer da forma de ações escriturais, conforme

---

<sup>124</sup> Tanto mercado de bolsa como mercado de balcão organizado.

<sup>125</sup> Novamente, em consonância com o que faz a própria BM&FBOVESPA em seus documentos.

lhe faculta o artigo 34 da Lei 6.404. Havendo opção estatutária pelas ações escriturais, a companhia emissora deverá contratar uma instituição financeira autorizada pela CVM para a prestação de tal serviço. Vale lembrar que, diferente do ocorrido em outras jurisdições, a previsão de ações escriturais no Brasil não veio atrelada à criação de uma estrutura de depósito coletivo de valores mobiliários ou com a estruturação de sistema eletrônico de liquidação. Como já dissemos, a ideia era deixar a opção para a companhia emissora, considerando que a opção pela forma escritural traz redução de custos por não se fazer necessária emissão ou impressão de certificados e afastando risco de falsificações documentais envolvendo certificados e termos de transferência.

As instituições financeiras que desejem prestar serviço de ações escriturais para companhias devem obter autorização na CVM, consoante a Instrução CVM nº 89, de 08 de novembro de 1988, com alterações posteriores (“Instrução CVM 89”), que disciplina a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados.

Neste panorama, caso uma companhia decida, em seus estatutos, pela forma de ações escriturais, esta deverá contratar uma instituição autorizada pela CVM, a qual denominaremos doravante simplesmente “Escrutador”, para que esta instituição passe a fazer o controle e registro das ações. Com isso, os registros escriturais do Escriturador serão o livro de registro dos acionistas<sup>126</sup>. A identificação de cada acionista, obrigatória por se tratar de ação nominativa, com a quantidade de ações de sua propriedade, será feita através da conta de ações escriturais aberta em nome do acionista junto ao Escriturador. Assim, a quantidade creditada de ações da companhia emissora na conta do acionista equivale à sua parcela de participação no capital social da emissora e o legitima para o exercício de seus direitos. Na hipótese de venda de participação acionária do acionista, este deve solicitar que a quantidade correspondente às ações vendidas seja transferida para o acionista comprador. Caso o comprador já seja acionista também, basta a redução, através de débito, da quantidade de ações na conta de ações escriturais do vendedor e o crédito correspondente na conta de ações escriturais do comprador; se envolver um novo acionista como o comprador, antes é aberta uma conta de ações escriturais para este novo acionista no Escriturador para, então, receber o crédito das ações que adquiriu<sup>127</sup>.

---

<sup>126</sup> Art. 100, § 2º da Lei 6.404.

<sup>127</sup> Como já dito anteriormente, deve ser observado o art. 103 da Lei 6.404.

Seguindo referências anteriores, o funcionamento de um sistema eletrônico de liquidação de operações com valores mobiliários pressupõe a existência de ações escriturais e, também, a sua centralização para que a liquidação dos negócios jurídicos possa ocorrer de forma ágil, segura e eficiente. O requisito da existência de ações escriturais, com já dito acima, foi atingido no mercado brasileiro. Entretanto, é preciso haver a centralização, pois, do contrário, a entrega de ações vendidas implicaria na solicitação de transferência nos registros de ações escriturais do Escriturador de cada companhia emissora, isso traria riscos e atrasos. A solução para a operacionalização de uma central depositária de ações nominativas veio com a Instrução CVM nº 115, de 11 de abril de 1990 (Instrução CVM 115), solução que foi, posteriormente, reconhecida na Lei 6.404. Assim, na nossa ordenação jurídica, o fundamento para o modelo vigente de atuação de CSD reside no artigo 41 da Lei 6.404 com a redação dada pela Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, que criou<sup>128</sup> a “custódia fungível” de ações, prevendo que a instituição prestadora de serviço de custódia de ações fungível, referida na lei como instituição depositária, adquire a propriedade fiduciária sobre as ações e delas não podem dispor, ficando obrigada a devolver a quantidade de ações recebidas com as modificações resultantes<sup>129 130 131</sup>.

---

<sup>128</sup> Talvez melhor que dizer criou, seria dizer que a lei reconheceu, pois a lei, nada mais fez, que reconhecer e dar suporte legal (de lei em sentido estrito), contribuindo para a segurança jurídica, a prática e usos do mercado já em uso e reconhecidos pela CVM desde a edição da Instrução CVM 115 de 11 de abril de 1990.

<sup>129</sup> “A lei 10.303/2001, incorporando os usos e costumes comerciais, reformulou o instituto da custódia, que agora passa a basear-se na transferência da *propriedade fiduciária* dos valores mobiliários depositados à instituição custodiante”. CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002. p. 132.

<sup>130</sup> “De importância também esclarecer que o ordenamento jurídico brasileiro admite várias espécies de propriedade fiduciária, cada uma sob um regime jurídico distinto (ainda que muitas vezes semelhantes). Assim, há propriedades fiduciárias que possuem a finalidade de garantia e há outras que não a possuem. A propriedade fiduciária concedida no fideicomisso (art. 1.951, do CC/2002 e seguintes) e a propriedade fiduciária concedida às instituições administradoras de fundos de investimento imobiliário (art. 7º da Lei 8.668/93) possuem, por exemplo, a finalidade de permitir a administração de bens por terceiros. Já a propriedade fiduciária concedida a instituições custodiantes de ações fungíveis (art. 41, da Lei 6.404/76) tem como causa a constituição de um depósito.” NOGUEIRA, André Carvalho. *Propriedade fiduciária em garantia: o sistema dicotômico da propriedade no Brasil*. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 39, pag. 63.

<sup>131</sup> Novamente, fazemos referência a CARVALHOSA e EIZIRIK: “A alteração do art. 41 da lei societária modifica a natureza da custódia de ações fungíveis, que passa a ter características híbridas de *propriedade fiduciária* das ações custodiadas e de *depósito*, mantendo-se o *regime de indisponibilidade* das ações custodiadas.” CARVALHOSA e EIZIRIK. *A Nova Lei...*, 2002, p. 124. Segundo estes autores, antes da alteração no art. 41 da Lei 6.404, a custódia era caracterizada como um depósito voluntário e regular, já que não havia como a instituição depositária dispor das ações recebidas. Este entendimento não era unânime na doutrina. Havia entendimento de que trata-se de depósito irregular, por se referir ao depósito de uma massa de valores equivalentes, ou seja, a fungibilidade do objeto determina ser depósito regular. O fato de haver uma disposição legal que impeça a instituição desta de dispor não afeta a natureza do depósito e nem a fungibilidade. Nesta linha, a instituição depositária deve manter sob sua guarda uma quantidade de ações equivalente àquela que recebeu dos diversos depositantes, mas uma vez juntos sob sua responsabilidade, se

Nos termos previstos no artigo 41 da Lei 6.404 e da Instrução CVM 115, foi criada a possibilidade de custódia coletiva de ações como valores fungíveis<sup>132</sup>, em que as ações são fungibilizadas apenas para efeito de depósito em custódia, sendo mantidas suas demais características<sup>133 134</sup>.

Por força da lei e da regulamentação, a titularidade das ações é transferida para a central depositária (*i.e.* a instituição depositária na terminologia do art. 41 da Lei 6.404), que exercerá, para os fins específicos e determinados de guarda, conservação e exercício de direitos, a propriedade fiduciária das ações recebidas em depósito, tratando-se, assim, de propriedade limitada<sup>135</sup>. O que ocorreu foi um desmembramento da propriedade: o proprietário fiduciário – central depositária (na prática, a CBLC) – é titular de parcela do domínio, a fim de poder exercer em nome do beneficiário (o acionista) os direitos inerentes às ações recebidas em depósito; o acionista permanece com a parcela restante do domínio, como, por exemplo, o direito de dispor das ações e o direito a voto.

---

precisar devolver (isto fica claro se fossem nominativos com certificados ou ao portador) pode fazer com qualquer título independente ou número de ordem. Nesta linha, temos Mauro Brandão Lopes, citado em decisão da CVM no Inquérito Administrativo CVM nº 01/79, p. 54. Já Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro se manifestaram no sentido de que se trata de contrato híbrido por ter característica de depósito regular (proibição de disposição das ações) e irregular (a fungibilidade do objeto). Este entendimento está expresso em TEIXEIRA e GUERREIRO. *Das Sociedades...*, 1979, p. 318.

<sup>132</sup> “Uma ação ordinária nominativa é perfeitamente substituível por outra ação ordinária nominativa, não havendo, por conseguinte, qualquer diferença de cotação entre valores mobiliários da mesma espécie, classe e forma no mercado de capitais. Sem dúvida, na generalidade dos casos, essa fungibilidade é meramente econômica e não jurídica, pois cada título costuma ser individuado por um número de ordem (veja-se no que se refere às ações de companhias, o disposto no art. 24, V da Lei nº 6.404). Nada impede, porém, que a fungibilidade jurídica seja instituída pela lei ou pactuada pelas partes, como ocorre na custódia de ações fungíveis, criada pela atual lei se sociedades por ações (art. 41 e 42).” COMPARATO. *Novos Ensaios...*, 1981, p. 18

<sup>133</sup> Seguem palavras elucidativas do Prof. Luiz Gastão Paes de Barros Leães que podem, na essência, ser aplicadas às ações escriturais também com as devidas adaptações: “... já as ações nominativas e endossáveis se revestem de natureza infungível, posto que pressupõem, a todo momento, uma clara identidade do titular no teor literal do documento, assim como no livro de registro respectivo da sociedade emitente. **Todas, no entanto, podem ser consideradas fungíveis ou fungibilizadas para efeito exclusivo da custódia, dado o enunciado genérico do art. 41, sendo que o custodiante** (sejam as ações dadas em custódia ao portador, nominativas ou endossáveis) não frui, em nenhuma hipótese, dos atributos da propriedade da coisa depositada (como ocorreria no regime comum do depósito irregular de coisas fungíveis), mas exerce os poderes relativos à guarda e à administração da coisa depositada.” (grifo nosso) LEÃES. *Estudos...*, 1989, p. 43.

<sup>134</sup> Hoje, considerando a realidade e a prática dominante, as ações são efetivamente bens móveis fungíveis e todas as ações de mesmo tipo e classe são fungíveis entre si; perdeu o espaço e sentido discutir se a existência de número de ordem afeta a fungibilidade, pois não afeta, como expôs o professor Comparato em transição em nota anterior. Aliás, como diz Amadeu José Ferreira em obra já citada, a “fungibilidade é, pois, inerente à inscrição em conta. Com efeito, não é possível inscrever na mesma conta valores mobiliários fungíveis e infungíveis, pois, deixariam de poder ser referidos a uma determinada quantidade e desaparecendo a importante função desempenhada pelo saldo em conta.” FERREIRA, A. *Valores...*, 1997, p. 167.

<sup>135</sup> E também é resolúvel, pois o investidor pode rescindir a qualquer tempo o contrato com a instituição depositária, conforme previsto no art. 4º da Instrução CVM 115 e art. 41, § 1º da Lei 6.404.

No mercado de capitais brasileiro, temos, então, a seguinte situação, já colocando a questão em termos práticos, segundo as regras vigentes emanadas da CBLC em seu Regulamento de Operações:

- a. uma sociedade corretora ou outra instituição financeira autorizada pela CVM a prestar serviços de custódia e que seja aceita pela CBLC como agente de custódia celebra com a CBLC um Contrato de Prestação de Serviços de Custódia de Ativos. Vale lembrar que nos termos da cadeia de responsabilidades prevista no Regulamento da CBLC, esta se relacionará exclusivamente com o agente de custódia;
- b. o agente de custódia, a seu turno, deve celebrar um Contrato de Prestação de Serviços de Custódia de Ativos com seu cliente, contemplando as cláusulas mínimas estipuladas no Regulamento de Operações;
- c. a pedido do agente de custódia, após a formalização do vínculo contratual, a CBLC abrirá conta individualizada em nome do investidor ou cliente do agente de custódia, mas a movimentação, depósito e retirada de ativos da conta de custódia é feita exclusivamente pelo agente de custódia.

No regime da custódia de ações fungíveis, as ações, tanto da carteira própria de instituição financeira habilitada como agente de custódia quanto as ações de seus clientes, serão transferidas fiduciariamente para a *Clearing House*. A *Clearing House* exercerá a propriedade fiduciária dessas ações nos termos dos artigos 41 e 42 da Lei 6.404. A operacionalização de tal transferência de propriedade fiduciária se dá com a anotação da BM&FBOVESPA, na qualidade de proprietária fiduciária, nos registros de acionistas da companhia emissora. Entretanto, esta não pode dispor das ações e nem exercer o direito a voto, salvo se expressamente autorizada.

No caso do mercado brasileiro, a instituição responsável pela liquidação das operações com ações é, também, a central depositária (SSS e CSD se confundem, havendo toda a pós-negociação a cargo da mesma instituição). Assim, a liquidação das operações com ações é ágil e segura, possibilitando a entrega sincronizada com pagamento, e a entrega pode ser definitiva, pois o lançamento escritural efetuado pela central depositária, na data de liquidação da operação, atribui propriedade sobre as ações para o comprador (ou o beneficiário do crédito de ações).

Explicando, na prática, os negócios em bolsa são liquidados com a transferência de propriedade entre os compradores e vendedores efetuada através de lançamentos a débito e

crédito nas contas de ativos mantidas na CSD, sem haver alteração na conta de ações escriturais no Escriturador. O Escriturador altera seu registro ao atribuir a propriedade fiduciária para a central depositária (exclui o nome do acionista e insere a central depositária como proprietária fiduciária)<sup>136</sup> e esta credita a quantidade que recebeu deste acionista, como fiduciária, na conta mantida em seu nome nos seus sistemas e aberta a pedido do agente de custódia do qual o investidor é cliente<sup>137</sup>. Desta forma, a cada negócio ocorrido, o Escriturador não é informado e nem precisa fazer qualquer registro, pois nas contas sob sua responsabilidade há um total de ações atribuídas a central depositária. Para se conhecer os respectivos acionistas é preciso verificar as posições da central depositária, pois, nas contas ali criadas, se identificam os acionistas e quantidade de ações. Neste sentido, vide o artigo 31 da Lei 6.404, que dispõe que “a propriedade das ações nominativas presume-se pela inscrição do nome do acionista no livro de ‘Registro de Ações Nominativas’ **ou pelo extrato que seja fornecido pela instituição custodiante, na qualidade de proprietária fiduciária das ações**” (grifo nosso). Caso, algum dia, o investidor deseje deixar a central depositária, o Escriturador fará o inverso (transferir do nome da central depositária para o acionista e a central depositária debita ou extingue, conforme o caso, a conta que esta mantém em seus sistemas). O funcionamento dos registros escriturais na central depositária e no Escriturador estão esquematizados no Anexo 3.

Pelo exposto acima, para se negociar as ações em bolsa, elas devem estar depositadas na CSD, caso contrário a liquidação seria prejudicada. Neste sentido, merecem ser transcritas palavras de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik onde, com relação à propriedade fiduciária transmitida para a central depositária, esta serviria

“apenas ao fim de permitir a negociação dos valores mobiliários depositados, sem a necessidade de alteração dos registros da companhia a cada transferência autorizada. A propriedade dos valores mobiliários somente será transferida de volta ao depositante nos registros da companhia quando extinta a custódia, pelo equivalente ao saldo remanescente em sua conta de depósito.”<sup>138</sup>

<sup>136</sup> Este procedimento se chama, em jargão de mercado, bloqueio.

<sup>137</sup> Item 1 do Capítulo VII dos Procedimentos Operacionais da CBLC:

“O Serviço de Depositária da CBLC mantém estrutura de **Contas de Custódia individualizadas sob responsabilidade dos Agentes de Custódia.**

Os Ativos depositados nessas **Contas de Custódia encontram-se registrados junto ao Emissor enquanto propriedade fiduciária da CBLC**, não integrando o patrimônio dela.” (grifo nosso)

<sup>138</sup> CARVALHOSA e EIZIRIK. *A Nova Lei...*, 2002, p. 134.

Aqui, cabe uma digressão. A Lei 6.385, em seu artigo 24, prevê que cabe à CVM autorizar a atividade de custódia cujo exercício será privativo das instituições financeiras e das entidades de compensação e liquidação. Sendo que o parágrafo único desse artigo define que “considera-se custódia de valores mobiliários o depósito para guarda, recebimento de dividendos e bonificações, resgate, amortização ou reembolso, e exercício de direitos de subscrição, sem que o depositário, tenha poderes, salvo autorização expressa do depositante em cada caso, para alienar os valores mobiliários depositados ou reaplicar as importâncias recebidas”, a custódia prevista no artigo 24 da Lei 6.385 não se confunde com a custódia de ações fungíveis prevista no artigo 41 da Lei 6.404.

A custódia do artigo 24 da Lei 6.385 consiste em um serviço que pode ser prestados por bancos, corretoras, distribuidoras e até *Clearing House* no sentido de guarda de ativos e sua administração, mas sem o intuito de centralização ou sem ser para facilitar transferência de propriedade por força de operacionalização de sistema eletrônico de liquidação.

Desta forma, por exemplo, um determinado investidor que tenha vários valores mobiliários contrata uma instituição autorizada para, com segurança, guardar, administrar e receber recursos a que faça *jus* por ser acionista.

Este serviço ganhava contornos bem nítidos quando da existência de ações ao portador, pois um investidor que detinha várias ações de diferentes emissoras, as entregava para que uma instituição financeira guardasse as cautelas, assim ficariam em um cofre com segurança, e administrasse os direitos inerentes como recebimento de proventos, desdobramentos etc.. No caso de ações nominativas com emissão de certificados, também o serviço podia ser útil, pois, apesar dos certificados não serem título de propriedade, servem para legitimação para o exercício de direitos e, assim, podiam ser guardados pela instituição prestadora de serviços e esta, dentro dos limites da lei, poderia exercer os direitos do acionista. A custódia prevista no artigo 24 da Lei 6.385 tem sua autorização regida pela Instrução CVM 89. As instituições financeiras que obtém a autorização da CVM prevista no artigo 24 da Lei 6.385 são, na linguagem de mercado, conhecidas como custodiantes.

O fato de não haver mais valores mobiliários ao portador e as ações nominativas com emissão de certificados serem raras não deixou a atividade de custódia inutilizada e o papel do custodiante esvaziado. Pelo contrário, a complexidade dos serviços e produtos financeiros, a globalização e internacionalização dos mercados e a variedade de opções de

investimento disponíveis fazem com que uma instituição capaz de gerir os ativos e acompanhar os direitos a serem exercidos seja de grande valia, sendo, atualmente, um serviço que é relevante pelo valor que agrega ao investidor em termos de eficiência e de assessoria e informações, entre outras, de natureza econômica, fiscal (por força de obrigações tributárias acessórias e recolhimento de tributos), burocrática (serviços de câmbio e administração de garantias em diferentes mercados e ambientes de negociação). Se pensarmos que há instituições financeiras com presença global e que podem atuar como *global custodians*<sup>139</sup>, ou seja, custodiantes com presença em diversos mercados, sendo uma instituição que possibilita ao investidor o acompanhamento e investimento em diversos mercados, vemos que o papel do custodiante e suas atividades está evoluindo. Além disso, mesmo em se tratando de ações escriturais com depósito centralizado em uma CSD, é importante ter em mente que não são todas as instituições e investidores que têm acesso a CSD, logo o uso de custodiantes é essencial para se acessar a CSD em diversos mercados. Assim é no Brasil, já que a CBLC se relaciona diretamente com os Agentes de custódia e estes, por sua vez, com seus clientes e investidores.

O termo “guarda” expresso na redação do artigo 24 da Lei 6.385 ao caracterizar a custódia de valores mobiliários, assim como no artigo 1º da Instrução CVM 115 tem diferente conotação se estivermos falando de guarda por um custodiante ou da guarda de ação recebida como valor fungível por uma central depositária. No caso do custodiante, a guarda, em relação as ações e outros valores mobiliários, significa assegurar, controlar e fazer com que os valores mobiliários do cliente sejam devidamente registrados na titularidade do cliente onde quer devam estar registrados (no Escriturador ou em uma central depositaria), fiscalizar para que a quantidade não seja alterada indevidamente a fim de que seu cliente sempre possa receber seus valores mobiliários e tê-los disponível para o uso que lhe aprouver. Já com relação a central depositária, a guarda implica em atribuir propriedade. Ou seja, seus registros conferem propriedade sobre as ações para os investidores que tem posição acionária nos registros da CSD e as transferências que a CSD efetua tem o condão de transferir a propriedade dos valores mobiliários sob os quais esta

---

<sup>139</sup> “*Global custodians*: This group of custodians offers a one-stop-shop service, usually covering about 100 markets, and opts to appoint intermediaries to access many markets’ CSDs. They are able to capture cross-border custody business without incurring substantial set-up costs and ongoing fixed costs. Most global custodians began as large single-market custodians and expanded their market coverage to capture their domestic clients’ investments abroad. The global custodian business model appeals mainly to institutional investors which need convenience and consolidated reporting on their diverse international portfolio.” CHAN, FONTAN e ROSATI. *The Securities...*, 2007, p. 13.

recebeu a propriedade fiduciária, que possui sob sua guarda. Para a central depositária, guarda implica em centralização com o intuito de transferência de propriedade definitiva.

Assim, o *safekeeping* de valores mobiliários, principalmente ações, envolve<sup>140</sup>:

- a. a central depositária, que centraliza a guarda ou custódia de determinados valores mobiliários e recebe do responsável pela liquidação das operações com valores mobiliários as instruções de transferência para proceder à entrega necessária para a liquidação das operações. A central depositária costuma ser uma instituição por mercado<sup>141</sup>, por questão de eficiência, não se encontram no mercado pluralidade de centrais depositárias para o mesmo ativo e é ligada ao sistema eletrônico de liquidação<sup>142</sup>, podendo ter relações também com as bolsas de valores. Um ponto importante é que a central depositária, como regra geral<sup>143</sup>, não se relaciona com os investidores finais<sup>144</sup> e, sim, com seus participantes aceitos;
- b. os custodiantes, que prestam serviços referentes à guarda e administração de direitos atribuídos a ativos por decisão e escolha de seus clientes. Assim estes são contratados pelos investidores interessados nos serviços oferecidos pelo custodiante. O termo custodiante pode causar confusão, pois pode significar (i) o participante com acesso à central depositária (no caso da CBLC no Brasil, o agente de custódia), ou seja, aquele que se relaciona com a central depositária e

---

<sup>140</sup> As instituições cujas atividades serão descritas, mais que estarem envolvidas no processo de guarda, custódia e depósito, interagem e dependem uma das outras.

Uma descrição resumida de tudo o que foi dito: os acionistas que desejarem vender suas ações em bolsa e aqueles que as comprarem em bolsa terão suas ações depositadas na Central Depositária da bolsa, cujo nome (nome da bolsa) figurará com proprietária fiduciária nos registros do agente escriturador e os acionistas chegarão à central depositária através de um agente de custódia que se relaciona com a central depositária; prova a coexistência e interação das três figuras, mas é preciso ter clareza de sua atuação, pois, muitas vezes, se tomam uma pelas outras e as responsabilidades e limites de atuação podem não ser claros para todos, sobretudo para o público investidor.

<sup>141</sup> Exceção é a situação das ICSDs que são duas Euroclear e Clearstream, mas desenvolveram sistema operacional de comunicação (*bridge*) para poderem de forma eficiente processar liquidação e controlar posições.

<sup>142</sup> “Un dépositaire central conserve, pour le compte de ses participants, des valeurs mobilières et exécute les livraisons des titres sur instructions des participants ou des organismes de compensation. Un organisme de clearing rapproche les instructions d’achat et de vente des intermédiaires financiers pour déterminer, valeur par valeur, les soldes nets en titre et espèces (Il procède ainsi à la compensation des mouvements sur valeurs). Parfois, les deux types d’organismes sont confondus; c’est le cas de la France. Un dépositaire central international, ou centrale de clearing internationale, remplit des fonctions identiques à celles d’un dépositaire domestique mais Il est essentiellement spécialisé dans le règlement des titres internationaux, grâce à des liens directs ou indirects avec les dépositaires nationaux.” KARYOTIS. *Mondialisation...*, 2005, p. 152.

<sup>143</sup> Exceção: CREST no Reino Unido, que permite acesso direto do investidor em determinadas situações (*sponsored membership*), este ponto não será objeto do presente trabalho.

<sup>144</sup> O fato do relacionamento da CSD ser com seus participantes e destes com seus clientes não impede a CSD de identificar os investidores clientes do participante. A CBLC atua desta forma, seu acesso é feito pelos Agentes de custódia, mas todos os investidores são identificados, por isso é uma CSD transparente.

é o elo de contato com os investidores finais; (ii) pode significar uma instituição devidamente autorizada a prestar serviços referentes à guarda e controle de ativos para fundos de investimento ou investidores estrangeiros. Merece mencionar que ao contrário da CSD, os custodiantes tendem a ser numerosos e concorrerem entre si, muitas vezes se especializando em nichos de mercado e perfis de investidores;

- c. O Escriturador, instituição responsável por manter a escrituração das ações das companhias. Desta forma, a companhia emissora contrata uma determinada instituição autorizada para a prestação do serviço de ações escriturais. No caso de ações objeto de negócio em bolsa ou que estejam na CSD, será necessário a transferência nos registros do Escriturador da propriedade sobre as ações para a central depositária, mas na qualidade de propriedade fiduciária.

### **5.3. ANÁLISE CRÍTICA DAS NORMAS VIGENTES DA CVM ACERCA DE CUSTÓDIA DE VALORES MOBILIÁRIOS**

De acordo com o exposto anteriormente, com relação às atividades e serviços relacionados com a guarda, custódia e depósito de ações, a CVM editou duas instruções que continuam em vigor atualmente: a Instrução CVM 89<sup>145</sup> e a Instrução CVM 115<sup>146</sup>.

Diante da complexidade dos serviços prestados no mercado de capitais e da evolução do mercado, seria interessante e bastante salutar que estas normas fossem revistas, uma vez que estão vigentes, com poucas alterações, há mais de vinte anos.

A leitura dessas instruções, sobretudo da Instrução 89<sup>147</sup>, mostra que houve uma disciplina do procedimento para obtenção de autorização da CVM pelas instituições interessadas e muito pouco se regulou sobre como os serviços devem ser executados. Em que pese todas as atividades ou serviços objeto das instruções terem fundamento legal na Lei 6.385 ou na Lei 6.404, o texto da lei não detalha pontos relevantes da prestação dos serviços que competem ao regulador, em sua atividade normativa, definir em prol da agilidade decorrente de sua proximidade com o mercado e conhecimento técnico.

Primeiramente, acreditamos que deva ser enfrentada uma questão de terminologia, pois, as atividades e os prestadores de serviços são apresentados de forma confusa. Assim, além de uma adequada definição de cada serviço e suas regras, a nomenclatura poderia ser mais exata e, por consequência, afastar incongruências.

O papel de cada instituição envolvida na fase de pós-negociação, ao se cuidar da guarda de ativos e envolvidos com a entrega na liquidação, deve ser analisada e considerada na elaboração de normas que dissipem dúvidas e não deixem lacunas.

---

<sup>145</sup> A Instrução CVM 89 dispõe sobre a autorização para prestação de serviços de ações escriturais, ou seja, a atividade dos agentes escrituradores, de custódia de valores mobiliários e de agente emissor de certificados.

<sup>146</sup> A Instrução CVM 115 dispõe exclusivamente sobre a prestação de serviço de custódia fungível de ações nominativas

<sup>147</sup> A Instrução 115 já possui um pouco mais de detalhes e regras a serem observadas, mas, considerando o mercado atual, pode ser melhorada. É importante repetir que a Instrução CVM 115 se antecipou a lei 6.404 na criação da custódia fungível assentada na propriedade fiduciária, talvez por criar uma solução pra a criação de central depositaria de ações nominativas escriturais esta instrução tenha tido uma redação mais detalhada do que a Instrução CVM 89 que disciplinou algo já previsto em lei.

Como apontamos anteriormente, há três instituições relevantes na cadeia das operações com ações no que se refere à custódia ou guarda, a saber: a central depositária de ações, os escrituradores e os agentes de custódia (*i.e.* participantes ou membro da CSD).

A central depositária no mercado brasileiro de ações é a BM&FBOVESPA, por hora, sendo a única a desempenhar tal função. As atividades da BM&FBOVESPA, como central depositária, são regidas pela Instrução CVM 115 com fundamento no artigo 41 da Lei 6.404, consistindo, assim, na prestação de serviço de custódia fungível de ações nominativas.

Vale lembrar que o papel principal de uma central depositária é prover registro de propriedade das ações e promover a sua transferência, possibilitando, assim, a entrega definitiva na data de liquidação dos negócios jurídicos realizados. A central depositária dá suporte essencial para os sistemas eletrônicos de liquidação<sup>148</sup>. No contexto brasileiro, a central depositária passa a ser proprietária fiduciária das ações que recebe para guarda e, então, cria as contas de ativos onde credita a quantidade de ações de cada investidor, sendo tais contas sempre identificadas e individualizadas por investidor. A propriedade fiduciária transmitida à central depositária, nos termos do artigo 41 da Lei 6.404, aliada à disposição do artigo 31 da mesma lei, que reconhece a presunção de propriedade daqueles que estiverem identificados no extrato da central depositária, asseguram que os registros da central depositária funcionem como um registro de propriedade análogo aos livros da companhia emissora ao aos registros do escriturador. Desta forma, os lançamentos na central depositária atribuem propriedade sobre as ações<sup>149</sup>. Se houver uma cadeia de intermediários, ou seja, na hipótese de interposição de instituições entre o investidor final e a companhia emissora, a central depositária se situa no nível mais elevado da cadeia, por ser onde se verifica a propriedade sobre as ações dentro da cadeia<sup>150</sup>.

A atividade referida no artigo 41 da Lei 6.404 deveria ser disciplinada como um serviço a ser prestado por “instituição depositária”, evitando o uso de “custodiante” e mesmo “custódia”.

---

<sup>148</sup> Lembramos que a BM&FBOVESPA é SSS e CSD.

<sup>149</sup> Usando expressão muito precisa em língua inglesa, os lançamentos escriturais na central depositária funcionam ou fornecem “provision of the root of title”, cf. CHAN, FONTAN e ROSATI. *The Securities...*, 2007, p. 12.

<sup>150</sup> No mínimo, como é o caso das operações domésticas brasileiras, haverá a central depositária (CBLC), abaixo dela o agente de custódia e, por fim, o investidor. A prova do *status* de acionista se dá com o extrato da CBLC, que está no topo da cadeia, e seu nome está inscrito nos registros do escriturado como proprietária fiduciária.

Na Lei 6.404, encontramos como título da Seção VIII a expressão “Custódia de Ações Fungíveis”, mas o artigo 41 diz “as ações são recebidas em depósito pela instituição depositária”. Entretanto, no artigo 31, a Lei 6.404 já utiliza o termo “instituição custodiante” na qualidade de proprietária fiduciária das ações (por mencionar propriedade fiduciária, obviamente, refere-se ao artigo 41).

A norma regulamentar da CVM poderia, para afastar qualquer tipo de dúvida, deixar de utilizar o termo “custódia” para este tipo de serviço<sup>151</sup>, evitando, assim, confusão terminológica com a custódia de ativos prestada por instituições financeiras, principalmente, para fundos de investimento e investidores estrangeiros.

A Instrução CVM 89 poderia ser revista e atualizada. É primordial que se defina claramente o papel das instituições que prestem serviços de ações escriturais, os escrituradores, deixando bem claro seu alcance e responsabilidades. Em eventual revisão, seria útil usar a terminologia “serviço de escrituração de ações” e denominando as instituições como “agente escriturador”, sem mencionar ou vincular ao termo “custódia”, para evitar confusão terminológica e, até mesmo, conceitual.

Há, ainda, uma lacuna na Instrução CVM nº 89, já que não foi estipulado prazo para que os escrituradores procedam à transferência e anotações nos seus registros referentes à transmissão da propriedade de ações escriturais sob sua responsabilidade<sup>152</sup>.

Vale destacar que a Instrução CVM 115 determina, no caso do investidor desejar rescindir o contrato com a bolsa (*i.e* central depositária), que esta deve promover, no máximo, em três dias úteis a transferência ou averbação das ações do investidor, constantes dos registros da central depositária, para o seu nome nos livros da companhia, ou seja, a

---

<sup>151</sup> O artigo 2º da Instrução CVM 115 dispõe que a companhia emissora procederá à transferência para o nome da Bolsa de Valores, nos registros próprios, das ações nominativas e endossáveis **recebidas em custódia**, à vista do contrato firmado entre o depositante e a bolsa de valores. Diferente da Lei 6.404 que usa recebidas em depósito.

<sup>152</sup> O autor, por força de sua atuação profissional, no Ombudsman da BM&FBOVESPA tem conhecimento de reclamações de investidores acerca de demora e atrasos injustificados de Escrituradores para processar a transferência de ações para a propriedade fiduciária da BM&FBOVESPA. Na prática, é frequente reclamações de investidores que possuem ações de companhias abertas, estando, então, seus nomes inscritos nos registros do Escriturador e que, ao desejarem vender suas ações, procuram uma corretora e esta prepara os documentos necessários para que as suas ações ingressem na central depositaria da BM&FBOVESPA, ou seja, que saiam do nome do investidor e passem para o nome da bolsa como proprietária fiduciária contra a criação, por esta, de conta em seus registros com o crédito das respectivas ações que o investidor possui. Entretanto, os investidores alegam que os escrituradores demoram muito, às vezes mais de um mês, para proceder à tal transferência, sem a qual não é possível vender as ações em bolsa. Há casos que quando a transferência foi efetuada, após longo tempo, o preço para venda do ativo não era mais atrativo. Infelizmente, pouco pode ser feito por tais investidores, pois os serviços de bancos escrituradores estão fora do escopo de atuação e de autorregulação da bolsa, assim, o máximo que pode ser feito é consultar o banco escriturador sobre o motivo da demora, usando a força da instituição BM&FBOVESPA, através do Ombudsman, para auxiliar o investidor, mas nada além disso.

central depositária tem prazo para devolver as ações extinguindo a propriedade fiduciária. Entretanto, o fato da central depositária solicitar ao escriturador que faça a transferência não tem o condão de fazer com que este a efetive em até três dias úteis; para esta norma ser eficaz, deveria haver prazo aplicável para os escrituradores<sup>153</sup>.

Diante do exposto nos parágrafos acima, com relação à Instrução CVM 89 e pensando em eventual revisão, sugerimos a imposição de prazo para o escriturador preceder à transferência de ações escriturais, seja para a central depositária, seja para terceiros, sempre após a conferência e regularidade dos documentos pertinentes.

Já com relação ao serviço de custódia de valores mobiliários, previsto no artigo 24 da Lei 6.385, ressaltamos que a Instrução CVM 89 se restringe a prever a concessão de autorização, regras de auditoria e, como responsabilidade, se limita a dispor sobre o envio de extratos. A nosso ver, seria necessário detalhar a atividade para deixar claro em que consiste o serviço de custódia a ser desempenhado pelos custodiantes (instituições financeiras autorizadas pela CVM a prestar serviço de guarda e administração de direitos e proventos de valores mobiliários) e, principalmente, explicitar suas responsabilidades. Lembramos que os serviços prestados pelos custodiantes pressupõe o contato com os investidores e concorrência entre as instituições financeiras autorizadas a tal prestação de serviço. Desta feita, seria importante contar com regras referentes a conflitos de interesse, padrões mínimos de qualidade na prestação de serviços, registro de instruções, responsabilidade dos profissionais pessoas físicas envolvidos no atendimento e prestação do serviço em si na instituição, limites com outras atividades reguladas pela CVM como administração de carteira e consultoria de valores mobiliários, entre outras<sup>154</sup>. O fato é que

---

<sup>153</sup> Aproveitando o assunto, apresentamos crítica referente a falta de prazo e sanção para o escriturador processar as transferências de titularidade em seus registros. Entretanto, uma vez que as ações já se encontram na central depositária da BM&FBOVESPA, a sua movimentação é comandada exclusivamente pelo agente de custódia do qual o investidor é cliente (e que, portanto, operacionalizou o ingresso dos ativos na central depositária). Na prática, vemos que muitos investidores apresentam reclamação referente à demora em transferir ativos que já estão na central depositária entre contas de custódia, ou seja, demora em transferências que devem ser operacionalizadas pelos agentes de custódia, estas sem guardar qualquer relação com os escrituradores. Dados referentes a este tipo de reclamação podem ser verificados no relatório de atividades do Ombudsman da BM&FBOVESPA, no ano de 2010 este tipo de reclamação representou 14% das reclamações dirigidas ao Ombudsman da BM&FBOVESPA (vide BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. *Relatório do Ombudsman da BM&FBOVESPA – 2010*. Disponível em: < [http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/relatorio-anual\\_2010.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/relatorio-anual_2010.pdf) >. Acesso em: jan. 2012). Esta situação, no nosso entender, decorre da ausência, nas normas da BM&FBOVESPA (Regulamento da CBLC) de prazo para este tipo de transferência e de sanção para sua inobservância. A BM&FBOVESPA tem iniciativas de coibir este problema através de regras do seu Programa de Qualidade Operacional (PQO), mas, ainda que tais iniciativas sejam positivas, advogamos por regras no Regulamento de Operações com a previsão de sanção, já que uma vez integrantes do Regulamento de Operações, a BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados (BSM) poderia também fiscalizar seu cumprimento.

<sup>154</sup> Pode-se perguntar se cabem regras de prevenção à lavagem de dinheiro, “conheça seu cliente”/KYC.

os custodiantes prestam um serviço que é um negócio, uma atividade empresarial, ensejando uma relação comercial com o investidor (cliente)<sup>155</sup>. Por fim, merece destaque o fato que os custodiantes têm uma atuação fundamental nas operações de mercado de balcão não organizado, já que nesses casos a liquidação deve ser precedida de instruções referente ao pagamento e à entrega dos ativos objeto, pois, inexistente a figura de contraparte central ou sistema eletrônico de liquidação. O sentido de “liquidação” é diferente ao se tratar de custodiantes se comparado com a liquidação processada na central depositária. A atividade do custodiante na liquidação consiste em instruir, transmitir comando, de débito e crédito para a central depositária e para o ambiente de pagamento (um banco liquidante ou conta de reserva do banco central, depende do caso e da estrutura). Para a central depositária, liquidação implica na efetiva entrega, assim entendida a transferência definitiva e incondicional de ativos sob sua guarda, seja por instrução de custodiantes, seja por instrução de responsável por sistema eletrônico de liquidação (no caso de operações realizadas em mercados organizados que contam com tal estrutura).

O artigo 24 da Lei 6.385 é muito próximo do artigo 41 da Lei 6.404, mas, na Lei 6.404, há expressa previsão de fungibilidade. Por isso, sob o regime da Lei 6.404, é mais adequado usar o termo “instituição depositária” e não “custódia”, deixando “custódia” e “custodiante” para as situações e instituições sujeitas ao artigo 24 da Lei 6.385/76. Desta forma, a atividade de custódia pode ser prestada por qualquer instituição autorizada pela

---

<sup>155</sup> A descrição das atividades dos bancos custodiantes contida em CHAN, FONTAN e ROSATI. *The Securities...*, 2007, p. 06. É muito útil para demonstrar as nuances da atuação dos custodiantes:

“CUSTODIANS BANKS: As just explained, banks were the natural providers of physical safekeeping services as they would usually already have strong vaults for the holding of cash and other valuables taken for deposit. Having the physical securities in safekeeping enabled the ‘custodian bank’ to provide additional services related to *settlement and asset servicing*. Although custodian banks’ main function today is no longer safekeeping physical securities, the scope of their services in settlement and asset servicing remains relatively unchanged:

– When securities are bought or sold, the custodian takes care of the delivery and receipt of securities against the agreed amount of cash. This process, i.e. the exchange of securities against funds, is commonly called ‘settlement’.

– Holding securities in an investor’s portfolio attracts benefits, rights and obligations; the services provided by the custodian to ensure the investor receives that to which he is entitled are commonly called ‘asset services’. These services usually fall into several broad categories: **collection of dividends and interest; corporate actions such as rights issues, re-denominations or corporate reorganisations; payment and/or reclaim of tax; voting at shareholders’ meetings by proxy.**

Much of the work done in asset servicing, therefore, involves **a custodian acting as an information intermediary, communicating between issuers and securities holders. While the investing customer could have performed the related work itself, it is more convenient for it to entrust these activities to a specialist. Custodian banks have developed economies of scale to provide services to their customers at a price that is less than what the customer would spend, and probably faster and with less operational errors than if the customer were to do the same work itself.** In each market, there are usually a number of local custodian Banks that provide custody services, thus giving customers a choice of services and prices. When banks provide custody services in multiple markets through one service agreement with customers, they are called ‘global custodian’ Banks.” (*grifos nossos*).

CVM e abarcaria os custodiantes dos fundos de investimento, dos investidores estrangeiros e os agentes de custódia que, hoje, se relacionam com a BM&FBOVESPA, esta na qualidade de central depositária do mercado de capitais brasileiro.

A atividade que tem por escopo a instrução CVM 115 é diferente das atividades reguladas da Instrução CVM 89. Como já mencionamos acima, os custodiantes (art. 24 da Lei 6.385) têm um escopo e propósito, já a central depositária (sob o art. 41 da Lei 6404) tem outro. A central depositária, por centralizar os valores mobiliários, costuma ser única ou poucas, se houver mais de uma<sup>156</sup>, e deve tratar todos os seus participantes ou instituições com quem se relaciona de modo equitativo. Estes, como regra, são instituições financeiras e não investidores finais integrantes do público em geral<sup>157</sup>. Por fim, com relação à central depositária, no Brasil, sendo uma entidade de compensação e liquidação, esta é dotada de poder de autorregulação<sup>158</sup>, logo o relacionamento com o regulador é diverso de uma instituição que não possui tal poder<sup>159</sup>.

Vale ressaltar que uma instituição pode assumir mais de um papel, pois uma instituição financeira pode prestar serviços de agente escriturador, ser custodiante de fundos de investimento ou de investidores estrangeiros ou ser custodiante na qualidade de agente de custódia perante a central depositária.

O que se propõe é que as normas da CVM sejam revisitadas para refletir, sem gerar dúvidas, os papéis das instituições atuantes no mercado brasileiro. Seria útil que houvesse um único diploma normativo que regulasse as seguintes situações:

- a. o papel das centrais depositárias no mercado brasileiro, ou seja, como aquela instituição que concentra os valores mobiliários negociados nos mercados organizados e procede ou instrui a liquidação por meio da entrega dos ativos, mediante lançamentos escriturais em seus registros, com fundamento no artigo 41 da Lei 6.404;

---

<sup>156</sup> O próprio mercado tem levado a uma consolidação, como tem ocorrido na Europa onde a pós-negociação em geral é altamente fragmentada (neste sentido, vide COMISSÃO EUROPEIA. *Cross-Border...*, 2001; COMISSÃO EUROPEIA. *Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements*. The Giovannini Group, abr. de 2003. Disponível em: <[http://ec.europa.eu/internal\\_market/financial-markets/docs/clearing/second\\_giovannini\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf)>. Acesso em: jan. 2012. e CHAN, FONTAN e ROSATI. *The Securities...*, 2007).

<sup>157</sup> Merece registro que a obrigação da central depositária enviar, diretamente ao investidor, extrato da sua conta decorre do artigo 13 da Instrução CVM 89 e a Instrução CVM 115 é silente quanto a isto. Este ponto, a nosso ver, reforça a nebulosidade de limites entre as atividades e, então, corrobora nosso entendimento de que regras mais claras, considerando as atividades em separado, devem ser editadas.

<sup>158</sup> Lei 6.385, art. 8º, §1º e art. 17, §1º.

<sup>159</sup> A autorregulação é limitada pela regulação e pressupõe cooperação com o regulador. Vide redação do § 1º do art. 17 da Lei 6.385 (órgão auxiliar da CVM).

- b. o papel dos custodiantes que se relacionam com as centrais depositárias e com os investidores finais, pois, na prática os investidores só chegam à central depositária transmitindo suas instruções por meio dos agentes de custódia, com o que são estes que exercem papel de custodiantes de valores mobiliários nos termos do art. 24 da Lei 6.385;
- c. o papel das instituições financeiras contratadas pelas companhias abertas para manterem os registros de ações escriturais no lugar dos livros de registros de ações nos termos do art. 34 da Lei 6.404. Como se sabe é em tais livros que se encontram registrados os valores mobiliários detidos em propriedade fiduciária pela central depositária que tem como beneficiários finais os investidores, clientes dos custodiantes.

Como apontado acima, a reformulação das instruções urge primordialmente em função do uso inadequado de terminologia, sobretudo do termo “custódia”.